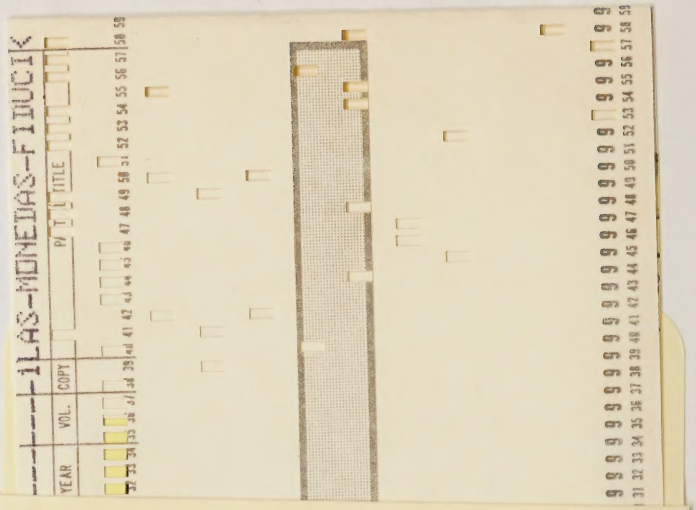
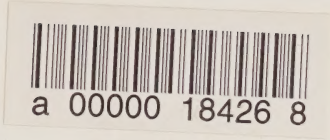


THE LIBRARY OF THE
UNIVERSITY OF
NORTH CAROLINA
AT CHAPEL HILL

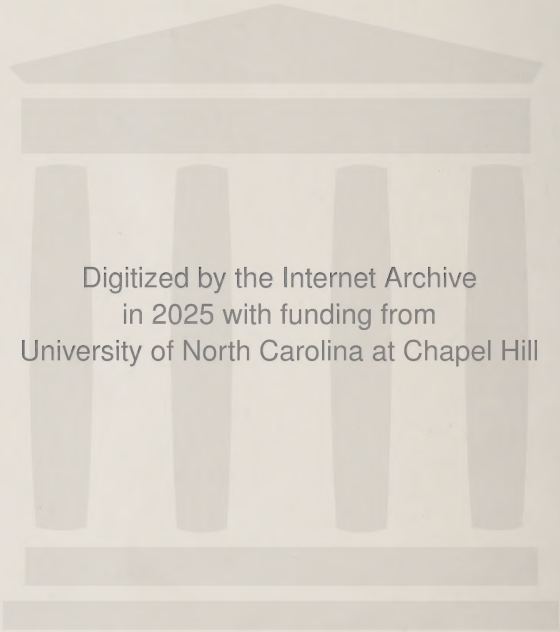
ENDOWED BY THE
DIALECTIC AND PHILANTHROPIC
SOCIETIES

HG255
.C6



This book is due at the LOUIS R. WILSON LIBRARY on the last date stamped under "Date Due." If not on hold it may be renewed by bringing it to the library.

DATE DUE	RET.	DATE DUE	RET.
Form No. 513			



Digitized by the Internet Archive
in 2025 with funding from
University of North Carolina at Chapel Hill

https://archive.org/details/lasmonedasfiduci00coso

PEDRO COSIO

LAS MONEDAS FIDUCIARIAS

Y LOS SECRETOS DE LOS CAMBIOS Y DE LOS PRECIOS DESPUÉS DE 1914

I. Conferencias del autor en la Facultad de Ciencias Económicas de Buenos Aires.

II. Obra del profesor Gustavo Cassel, sobre la Moneda y los Cambios después de 1914, traducida del inglés por PEDRO COSIO.

Editor: MAXIMINO GARCIA
SARANDI 477 - MONTEVIDEO
1924

LAS MONEDAS FIDUCIARIAS

Y LOS

SECRETOS DE LOS CAMBIOS Y DE LOS PRECIOS

DESPUÉS DE 1914

PEDRO COSIO

LAS MONEDAS FIDUCIARIAS

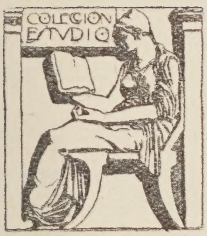
Y LOS

SECRETOS DE LOS CAMBIOS Y DE LOS PRECIOS

DESPUÉS DE 1914

I. Conferencias del autor en la Facultad de Ciencias Económicas de Buenos Aires.
II. Obra del profesor Gustavo Cassel, sobre la Moneda y los Cambios después de 1914, traducida del inglés por PEDRO COSIO.

HG255
.C6
Sec
C



Editor:
MAXIMINO GARCIA
SARANDI 477-MONTEVIDEO
1924

Imp. "El Siglo Ilustrado", de Risso & Ayala, Sucs. de G. V. Mariño.

PRÓLOGO

Discurso del Decano de la Facultad de Ciencias Económicas de Buenos Aires, Dr. José León Suárez

Señores :

La Facultad de Ciencias Económicas de Buenos Aires se honra hoy hospedando en su tribuna a un eminente economista uruguayo —iba a decir extranjero— pero la palabra me cuesta, tan cierto es que los orientales aquí, como los argentinos allá, siguen siendo, a pesar de casi un siglo de independencia, miembros de una misma familia que la naturaleza mantiene a través de las soberanías políticas.

Diplomático, financista y administrador, reune las dotes de inteligencia y la ciencia y la experiencia del estadista moderno.

Ministro de Hacienda de 1913 a 1916, supo conciliar la necesidad creciente de gastos que tiene el Fisco en nuestros días, con la necesidad de no aumentar el déficit y de dividir las cargas entre la generación presente y las próximas venideras. Ministro de Hacienda en un período de guerra mundial, salió dejando floreciente el erario y con pocas recriminaciones de sus colegas que, en el Uruguay y en todas partes, como las ranas de la fábula, piden siempre más al titular de la cartera de las Finanzas.

El señor Cosio, Ministro de Hacienda, no transó con los políticos electorales, ni con la politiquería, convencido de que los favores que en política se compran cuando el sol se eleva, se pierden irremediablemente cuando el sol declina.

Presidió las delegaciones de su país ante las Conferencias Financieras Panamericanas de Wáshington y de Buenos Aires, en 1915 y 1916, reuniones que si no han tenido un resultado positivo sirvieron, por lo menos, para demostrar al mundo que en las repúblicas americanas hay hombres avezados en este intrincado estudio, tan trillado, pero tan incomprendido todavía, de las leyes a que obedece la distribución de la riqueza, por las vías visibles y materiales de los productos y por las invisibles e imponderables del crédito, las compensaciones, los cambios, los superávits, los déficits y la crisis, ora de abundancia, ora de escasez.

Ministro Plenipotenciario ante los gobiernos de Gran Bretaña y de los Estados Unidos, tuvo ocasión de poner de relieve sus grandes dotes diplomáticas y sus condiciones de observador en los dos campos más fértiles para la producción de funciones económicas y en los dos donde la administración financiera en grande escala está mejor organizada.

Allí pudo estudiar como en un laboratorio, todos los problemas de la economía política moderna que, por su complicación y variedad, asombraría a los mismos fundadores de esta ciencia, que formularon sus métodos, hace poco más de un siglo.

El señor Cosio ha realizado el ideal del ilustre publicista y diplomático Gabriel Hanoteaux, que considera prevalente en la diplomacia moderna el carácter económico, sobre cualquier otro, porque además de representar con lealtad al país que lo envió, trató con honradez a los que le recibieron y buscó el aumento de los intereses comerciales del presente entre ellos, y, lo que vale más —y esto define al hombre de Estado— de desarrollar el germen de intereses económicos futuros...

Ha sido miembro del Consejo de Administración, es decir, de la parte encargada de la labor orgánica del gobierno "suigeneris" implantado como colegiado en el Uruguay, y allí acreditó otra vez sus dotes de hacendista notable propiciando, entre otras ideas capitales, la creación de una gran "zona franca" en la Colonia, y zonas francas menores en Nueva Palmira y Santa Rosa del Cuareim. Pocas veces he visto ideas fundamentales, tan sencillamente expuestas y a cubierto de objeciones, como las leídas en las exposiciones, proyectos de reglamentación, cálculos fiscales y bosquejo de trascendencias económicas nacionales e internacionales de los alegatos del señor Cosio, en ese asunto. Programa tan importante, fué originado a raíz de una visita del Presidente Brum a la histórica Colonia, destinada, si se realizara, a renacer con más potencia que nunca, no ya como punto de discordia, sino como lugar de armonía en esta parte de Sud América, donde el comercio pide, a gritos, menos trabas fiscales, un criterio más liberal en los empleados aduaneros, y un sitio neutral de depósito, transformación y expedición oportuna de las mercancías.

Desde el Consejo Nacional de Administración proyectó también la creación de un Banco de Colonización e Industrias y otro de construcciones edilicias, tendientes el primero a fomentar el progreso agropecuario del país, así como las industrias fabriles, y el segundo a realizar la edificación económica que resolvería el abaratamiento de los alquileres. Proyectó igualmente un Estatuto para la administración autónoma de los transportes marítimos con los buques que posee el Estado. Tales proyectos, encarnan el mismo principio que el señor Cosio había hecho triunfar como Ministro al nacionalizar todos los servicios del Puerto de Montevideo, que se administran por intermedio de un Directorio autónomo.

Ultimamente, el señor Cosio presidió el Banco Hipotecario del Uruguay, desde cuyo puesto pidió su retiro, por motivos de salud, que le exigían un prolongado descanso. Con tal

objeto se dirigió a Europa, donde permaneció seis meses. En medio de su descanso supo, sin embargo, aprovechar el tiempo recogiendo las importantes doctrinas de que va a hablarnos hoy.

Como publicista es autor de diversas obras que confirman la solidez de sus conocimientos y la seriedad de sus raciocinios. Me bastará limitarme a su folleto "Régimen Bancario", presentado al Consejo Nacional de Administración, donde se propone hacer del Banco un instrumento de política nacional del crédito, de fomento, estímulo y seguridad del ahorro y de solidaridad del crédito de los accionistas, de los depositantes y de los solicitantes, por medio de una movilización discreta de las reservas y depósitos y una graduación prudente de los plazos, según el objeto de las actividades de los hipotecantes.

En su libro "Tarifas de Aduana" procura, de acuerdo con su criterio de estadista, encontrar soluciones conciliatorias entre los intereses del fisco y los del comercio.

En otro de sus libros, "La Conversión y los Problemas del Crédito", estudia los fenómenos a que da lugar la conversión y los puntos de vista del crédito en Inglaterra, Francia, Argentina, Uruguay y otros países. Por último, en su reciente obra "La Teoría del precio-Impuesto", desarrolla una tesis novedosa y, tal vez, original; sosteniendo que las Aduanas y los otros tentáculos del Fisco que los contribuyentes imaginamos monstruoso, quedan chicos al lado de los efectos de las grandes asociaciones ostensibles u ocultas de obreros y de patrones, que se forman cada una por su lado y que dan, por último resultado verdadero, "estados comerciales", que llegan a determinar nuevas y más terribles imposiciones que las legislativas. Me refiero a lo que el señor Cosio llama "precio-impuesto", y que consiste, según él, en que "el artículo no vale por lo que cuesta, sino por lo que puede venderse, según la clase del público que lo demande, según la época y mil circunstancias más."

Aquí me parece que el señor Cosio se aproxima al Profesor de la Universidad de Estocolmo, Gustavo Cassel, de cuyas teorías nos va a hablar en esta su primera conferencia sobre "el problema monetario y el secreto del cambio". En efecto, el profesor sueco, cuyas ideas son aún poco conocidas en el Río de la Plata, prefiere, en su economía sistemática, substituir a la teoría del valor, la teoría de los precios.

La conferencia de mañana del señor Cosio, versará sobre tema tan interesante para nosotros, como "La moneda y los cambios en la Argentina y en el Uruguay".

No he de terminar sin hacer notar, también, la presencia entre nosotros del escritor y economista uruguayo don Juan C. Quinteros Delgado, que acompaña al señor Cosio. El señor Quinteros Delgado es autor, entre otras publicaciones, de un hermoso libro titulado "La Industria y el Estado en el Uruguay", donde, cualesquiera sean las opiniones que se tengan sobre el proteccionismo que él preconiza, encuentra el lector ideas políticas y económicas importantes y positivas, y un estilo revelador de que la elegancia y la corrección literarias, jamás están reñidas con la exposición de los pensamientos humanos, ni aún en el orden económico.

En nombre de la Facultad que represento y también de la Universidad de Buenos Aires, agradezco al señor Cosio su deferencia, que recordaremos en esta casa con reconocimiento; y concluyo formulando votos para que alguno de nuestros financistas vaya, el año próximo, a exponer en Montevideo, temas y opiniones igualmente interesantes para las cuestiones económicas del Río de la Plata.

Buenos Aires, 7 de noviembre de 1923.

EL PROBLEMA MONETARIO Y EL SECRETO DE LOS CAMBIOS

SEGÚN LA DOCTRINA DEL PROFESOR GUSTAVO CASSEL

1.ª CONFERENCIA

La personalidad del prof. Cassel

El profesor Gustavo Cassel es un eminente economista cuya clarovidencia le ha permitido descubrir, a través de la confusión reinante de las singularidades económicas producidas por la guerra, las leyes científicas que rigen varios fenómenos en torno a los cuales ha venido agitándose la humanidad entera a la busca de soluciones.

El profesor Cassel, como delegado a la Conferencia Económica de Bruselas de 1920, adonde concurrieron los economistas y banqueros más reputados, expuso su doctrina y su noción de los hechos y circunstancias que ponen en claro la verdadera situación monetaria del mundo, con todos los fenómenos económicos que esa situación refleja.

Tan fundada y seria fué la explicación que la Asamblea oyó del profesor Cassel, que por resolución unánime se le confió la redacción de un memorándum en el cual constara el criterio del ilustrado informante, y así fué ese trabajo presentado a la Sociedad de las Naciones, instituto en el cual tuvo origen la Conferencia de Bruselas.

Pero como desde la primavera europea de 1920 a la de 1921, ocurrieron los hechos de más perturbadora repercusión en la esfera de los negocios, de todos los países, el profesor Cassel formuló un memorándum complementario en el cual juzga y explica cómo los últimos y resonantes sucesos confirman absolutamente su doctrina. Ocupándose de esos trabajos Lloyd George, siendo todavía primer Ministro, calificó al profesor Cassel como uno de los más brillantes economistas del mundo.

El prestigio científico que rodeó al profesor Cassel, a raíz de las circunstancias que dejo expuestas, inspiró a la Universidad de Londres a invitarlo para dar una serie de conferencias sobre el tema palpitante de "la situación monetaria del mundo". Estas conferencias se efectuaron en el Instituto de Estudios Económicos de Londres, y a ellas asistí con fervoroso interés vocacional. Luego he leído las últimas obras del autor recientemente traducidas al inglés.

Si, como consecuencia de las enseñanzas que yo he podido recoger, me es dado trasmitir a los hombres de negocios y a los hombres de gobierno de estos países algunas nociones útiles, vería con ello compensados mis esfuerzos, porque de una perfecta noción de las cosas en este magno problema debe depender, a mi juicio, la orientación cierta que es preciso dar a la vida económica en estas horas difíciles y de profundo desconcierto.

La ciencia económica vindicada

Debo decir ante todo, que mi más grande complacencia frente a las luminosas revelaciones del profesor Cassel, fué el ver que este sabio vindicaba los viejos prestigios de la ciencia económica, que habían sufrido un eclipse lamentable desde la fecha nefasta del 1.° de agosto de 1914; porque esa decadencia en la autoridad de los principios económicos,

engendró un fermento nocivo de escepticismo, que autorizó a mucha gente a lanzarse a las más audaces aventuras, tanto en las esferas de los negocios cuanto en el ambiente gubernativo de todos los países.

La incomprensión de los fenómenos, o el empeño erróneo de aplicar fórmulas inadecuadas, que resultaban necesariamente fallidas, inclinaban el ánimo a pensar que los instrumentos conocidos hasta la fecha en el acervo de la técnica económica eran ya inútiles y sin uso para los nuevos hechos. No se podía reconocer modestamente que el defecto no estaba en la imperfección de los instrumentos, sino en la habilidad incompleta del operador.

Como en esos errores de diagnóstico que inducen alguna vez a los médicos a indicar un tratamiento inadecuado, así sucedía en lo económico que los encargados de juzgar los males y ponerles remedio, encaraban equivocadamente los fenómenos y solían aconsejar los más contraindicados tratamientos.

Tres grandes problemas: moneda, precios y cambios

Hay tres grandes elementos en torno de los cuales han girado los más arduos problemas que los gobiernos y los hombres de negocios han tenido que resolver, mal o bien: la moneda, los precios, y los cambios internacionales.

En cuanto estalló la guerra los países beligerantes y los neutrales,—con excepción al principio de los Estados Unidos,—adoptaron el régimen monetario del papel inconvertible. Trataron de centralizar grandes reservas de oro a título de garantía de los billetes, y con ello el público se inició en una ilusión de óptica que le hizo creer en todo momento en un fenómeno curioso: le hizo experimentar la fe en el misterio de que aquel oro encerrado le infundía un valor positivo y específico a los billetes circulantes, corres-

pondiendo a la promesa escrita de que algún día serían convertidos a la vista y al portador.

La primera proposición, o principio, que sienta el profesor Cassel es el de que desde el momento en el cual los billetes de banco dejan de ser convertibles a oro y desde que el oro vea interrumpida su función internacional de medio de pago, el país ha abolido el *standard oro,* el patrón metálico, y se encuentra por entero en un régimen de emisión libre. Tal efecto deriva simplemente de esta sentencia: las leyes económicas sólo cuentan con hechos y no con ficciones.

La palabra *libre* aplicada a la emisión no excluye la fijación de un límite máximo a la circulación, sino que significa que ese límite será arbitrario, será cualquiera, desde luego que la falta del funcionamiento del verdadero régimen a oro, suprime la elasticidad de la circulación, que se regula espontáneamente en una situación monetaria normal. Significa, además, que es independiente toda relación con los demás sistemas fiduciarios del exterior, a diferencia del régimen a oro que era antes casi universal.

Colocado un país en tal régimen de papel inconvertible, los billetes no son más que medios de pago internos, cuyo valor será determinado por su capacidad adquisitiva, o sea su poder de compra, y esta capacidad o este poder dependen en absoluto, por manera experimentalmente comprobada, de la cantidad que se lance a la circulación.

El profesor Cassel dice: "depende de su *escasez*". Al oir esta palabra *"the scarcity"* yo no pude menos de recordar la situación de la Argentina en 1899 y la del Uruguay en 1915, cuando, debido a la escasez de los billetes emitidos en relación a las necesidades, se valorizaba el billete aparte de toda conexión con el oro.

La teoría cuantitativa

Partiendo de este concepto aunque sólo vagamente concebido se formuló en otro tiempo una explicación que se llamó **teoría cuantitativa** de la moneda, según la cual los precios suben a medida que aumenta la circulación, o expresado en otros términos, la moneda se desvaloriza, pierde en poder de compra, en razón directa de su aumento. Todavía en las conferencias y publicaciones recientes que este año se han dado en algunos países, por profesores distinguidos, hemos notado que todo argumento ha girado alrededor de esa teoría.

Pero tal como se planteaba desde su origen, presenta una falla que la hace vulnerable a las asechanzas de los que se empeñan en negar las verdades científicas en esta materia para justificar los procedimientos empíricos.

En efecto. Los bancos centrales emisores han opuesto al respecto la seria objeción de que ellos no pueden forzar al público de los negocios a cargar más moneda que la exigida por la natural actividad del intercambio. Tampoco el público no tiene por qué guardar ni, generalmente hablando, guarda en su poder más moneda que la necesaria, volviendo el exceso al banco.

Luego, si es así que el banco emite en razón de necesidades ya creadas, de demanda activa, no puede decirse que el aumento de emisión provoca la suba de precios, sino que esta última es la que impone el acrecentamiento de la emisión.

Así se encerraba la teoría cuantitativa en un círculo vicioso. El profesor Cassel vino a aclarar esta lamentable confusión. La teoría no tiene por qué anularse, pero hay que introducir en ella una rectificación que la hace inatacable.

La inflación

El proceso de la suba de precios y del aumento de emi sión constituye un movimiento más o menos simultáne siempre concomitante, pero que no se puede decir correcta mente que dependen uno del otro, sino ambos de un terce factor, determinante directo de ese conjunto de fenómeno que se conoce con el nombre de *inflación*. Ese tercer ele mento cuya acción es previa es *la creación de artificial po der de compra.*

La guerra exige la inmediata disponibilidad y moviliza ción de grandes, extraordinarios elementos, mercaderías trabajo, materia prima. El gobierno carece de medios, d recursos monetarios o sea de poder adquisitivo normal ¿Qué hace entonces? Crea medios adquisitivos artificiales grandes créditos bancarios, emisión de letras, etc., con lo cuales fuerza la demanda de los artículos en general, res tando a la existencia normal de productos una parte deter minada por sus necesidades. Ese poder adquisitivo artificia al competir con el genuino, reduce su valor en la medid que aumenta el precio de las cosas. De aquí entonces e fenómeno aducido por los banqueros, de que el aumento d emisión responde a necesidades que sucesivamente va ex perimentando el mercado.

Mientras el ambiente es difícil, por la incertidumbre rei nante, para consolidar en empréstitos a largo plazo la deudas flotantes y obtener los más posibles rendimientos de impuesto para equilibrar los gastos del Estado, se continú creando nuevo poder de compra artificial y agravando l inflación con el encarecimiento del costo de la vida par todos aquellos elementos de la población que no tienen e sus facultades el medio de aumentar sus ingresos.

Los especuladores

Durante este proceso hay gran campo de acción para la vivacidad especuladora en los negocios y muchos obtienen ganancias considerables, porque aprovechan de cada suba de precios en los *stocks* acumulados y, aún anticipan sus compras con exceso para esperar la suba. El público cree que son estos intermediarios los que causan la carestía de la vida, los que suben los precios sin que haya otra razón suficiente, y entonces el clamor general se desahoga contra ellos, señalándolos a la vindicta oficial, y ésta ve una salida cómoda a la situación, ganándose las simpatías de sus propias víctimas con leyes prohibitivas.

Lo curioso es que esas leyes prohibitivas de las subas de precios han tenido en todas partes que ir transando con aumentos sucesivos, a medida que la inflación se intensificaba por las nuevas creaciones de poder adquisitivo artificial. Pero siempre se continuó atacando al fantasma del intermediario insaciable, como único causante de todo el mal, porque,—al decir del profesor Cassel,—la vía popular hacia las alturas del poder ha sido en estos últimos años muy propicia a los políticos que han sabido colocar sus actitudes al diapasón de la *sabiduría económica* de las masas.

La escasez y el encarecimiento

En los primeros tiempos de la guerra, toda la explicación, al decir de los hombres de gobierno y de los directores de los bancos centrales, que secundaban su política, toda la explicación de la suba de precios radicaba en la escasez de mercaderías por defecto de producción. Pero esa escasez que en el peor momento no pasó jamás de un 20 %, no podía al fin justificar la suba cuando el índice numérico iniciado

con la cifra relativa de 100 para 1913, llegaba a 200, a 300 y a más. Si la reducción del *stock* de productos podía medirse en un 20 % en el caso mayor, suponiendo la posibilidad de medir esa baja por índices numéricos, el índice 100 habría bajado a 80. De acuerdo con el razonamiento anterior la circulación monetaria debería sufrir el mismo descenso para mantener el nivel del precio; pero si no ha descendido la circulación y ha quedado en 100, quiere decir que excede a la producción, o sea al *stock* de productos en proporción de 100: 80 y la suba de precios que seguirá a ese hecho será de 100 a 125 en el índice numérico.

La escasez en los primeros tiempos de la guerra fué, pues, un factor en la suba de precios, pero fué un elemento secundario. Una supuesta reducción de productos que llegue a 20 % es un fenómeno serio, que motivaría gran privación en la mayoría del pueblo, pero aún así está probado que no podía justificar una suba de precios en más de 25 %. El gran factor fué, desde luego, la creación de artificial poder adquisitivo, puesto en manos de los gobiernos para hacer la guerra. Y como desgraciadamente es un hecho fatal que sin esa inflación no se puede desplegar la enérgica actividad requerida por la anormalidad del caso, sólo cabe decir como medio de evitar en lo sucesivo males semejantes, que la solución está en *no hacer más guerras*. Así se expresa el profesor Cassel.

El aumento de precios

Veamos en qué proporción aumentaron los precios. La curva numérica de ese *crescendo* va acompañada de una curva paralela en la emisión, que traduce el reflejo fiel de la creación artificial igualmente progresiva de medios de compra.

En Inglaterra, siendo el número índice 100 para los pre

cios mayoristas en 1913—subió a 123 en 1915,—161 en 1916,—204 en 1917,—225 en 1918,—235 en 1919 y 283 en 1920.

En Estados Unidos, partiendo de 100 en 1915, subió a 123 en 1916, a 175 en 1917, a 196 en 1918, a 212 en 1919 y a 244 en 1920.

Es innecesario multiplicar los ejemplos. Pero el profesor Cassel hace notar a los que argumentaban con la escasez de productos como causa de la suba de precios que en 1919 y 1920 había ya abundancia, y sin embargo, la suba continuó y en mayor grado, debido a que se exageró por los gobiernos ex beligerantes la creación de artificiales medios de pago a título de fomentar las empresas de reconstrucción.

Y fué precisamente el alarmante crecimiento de los precios lo que determinó una reacción en los Estados Unidos y en Inglaterra, iniciándose una política del crédito tendiente a retrotraer las cosas al estado anterior a la guerra.

La crisis de desinflación

Considera Cassel que ha sido un error, primero, el no moderar,—ya que evitarla no se podía durante la guerra,—la inflación, mediante acertado manejo de ese poderoso regulador económico que es el descuento bancario. Pero que, una vez llegados al grado de inflación alcanzada, fué otro error, el juzgar que era conveniente volver a un estado de normalidad y dar por averiguado que esa situación normal era la que existía antes de la guerra. En ese error incurrieron los Estados Unidos e Inglaterra, que se lanzaron en una especie de competencia de valorización de su moneda, quedando ambos países maltrechos en su marcha.

La inflación es un mal, pero la desinflación, y en términos así violentos es, en cambio, un desastre. Cuando se pretendió detener el impulso, se oía el clamor de un millón y medio de desocupados en Inglaterra y casi dos millones en Estados Unidos.

Según el criterio del profesor Cassel no es el ideal volv
así a la antigua paridad metálica de la moneda, porque e
hecho no resuelve ninguna cuestión vital en la economía
un país y, al contrario, le causa perjuicios ingentes. El ide
es la estabilización del valor de la moneda con la consum
ción legal del *statu quo*.

Desde que el *standard papel* sustituyó al oro, y siguió
impulso supremo de las leyes económicas,—y no el manda
ridículo de la legislación que le ordena no desvalorizarse!
la moneda de cada país adopta, según aumente o disminu
la circulación, o según se intensifique o apacigüe la acci
inflacionista, adopta una paridad que es la de su poder a
quisitivo interno. Quiere decir que si hay quien compre l
tras representativas de valor en nuestra moneda, es por
cantidad de productos nuestros que se puede adquirir c
ellas.

La influencia del descuento bancario

El profesor Cassel acusa, con razón, a los directores de l
bancos centrales, de no haber observado una prudente p
lítica del descuento, mucho antes de dejar que la inflaci
llegase al extremo a que llegó. Dice que se repetía siemp
que ya no tenía un verdadero juego eficaz la regulaci
del crédito por el tipo de descuento y la selección de l
préstamos en medio de la desarticulación de todos los e
mentos económicos. No hay desarticulación ni perturbac
nes por fundamentales que sean que se sustraigan a las
yes económicas, y la prueba está en que, así como se produ
la enorme inflación a favor de la creación artificial de m
dios de comprar y las grandes facilidades al crédito q
resultaban de un bajo tipo de descuento; así también cua
do se quiso reaccionar ¿qué otra cosa se hizo sino elevar
descuento o redescuento de los bancos centrales a 7 %,

que implica la generalización del tipo de 8 a 10 para los préstamos generales? ¿Qué se hizo, además, sino restringir los créditos, empezando por suprimirlos a todo lo que era especulación improductiva?

Pero no es que los directores de los bancos centrales ignoraran eso tan elemental que es un viejo dogma inconcuso en la ciencia económica y en la práctica bancaria. Era una explicación artificiosa para el público, al cual no podía decírsele la verdad de que las absorbentes necesidades financieras del Estado, a quien era patriótico apoyar, obligaban a lanzar empréstitos a la plaza y el tipo del descuento bancario es un factor determinante de la demanda. Con interés bancario bajo los empréstitos pueden lanzarse a mejor interés y a mejor tipo. Una suba del descuento bancario causa una baja en las cotizaciones bursátiles porque el interés se aproxima hacia un nivel general relativo, y esta relatividad está determinada por factores subjetivos según a mayor o menor confianza que deposita en determinados títulos de renta el colocador de dinero.

Cuando en los Estados Unidos se elevó el redescuento a % para provocar la desinflación, todo lo que en Europa se pretendió disimular al respecto, fué francamente confesado, desde que no tiene objeto negar lo que es de evidencia científica. Es bueno dejar esto bien sentado por la utilidad que puede reflejar aún desvaneciendo en muchos espíritus opiniones erróneas.

El redescuento en los bancos centrales de la Reserva Federal estuvo a 4 % hasta el otoño de 1919. Se empezó a elevar tímidamente de 1|4 %. Pero cuando ya en 1920 los precios marcaban el índice de 272 y el clamor público se imponía contra las grandes especulaciones al alza que fomentaba esa generosidad en el crédito, entonces se elevó el descuento a 7 %.

El Boletín de la institución ("Federal Reserve Bulletin"),

decía así: "Lo que ha caracterizado la actitud de los Bancos de la Reserva Federal desde fines de junio de 1919 a julio de 1920, es el evitar que aumentara el portafolio de títulos del Gobierno y el éxito de la suba del descuento que se había mantenido a un bajo nivel cuando así lo necesitaban las condiciones de la guerra y ahora se establece en el alto nivel que corresponde a las condiciones comerciales. Se han reflejado así los esfuerzos del "sistema" (de los bancos confederados) para regular la expansión del crédito y limitar el excesivo o no esencial avance de fondos."

En octubre de 1919, en un informe del Directorio se decía: "El hecho de que la acción financiera del Estado declina completamente, parece que ya no hace necesario que los bancos mantengan la uniformidad del interés que prevaleció durante la guerra, cuando el Liberty Loan (empréstito de la libertad) con su bajo interés obligaba a bajar el tipo del descuento".

En editorial del mismo Boletín, a fines de 1919, se dice: "El método usual de restringir el uso indebido del redescuento, es subir el interés. Esa política se hubiera ejercido hace varios meses si no fuera por no perjudicar a las finanzas del Gobierno".

Finalmente, en julio de 1920, el Boletín se expresa así: "La conclusión general que se deduce es inequívoca en cuanto a que el efecto del control del crédito mediante un más alto tipo de descuento ha tenido un marcado suceso". Este marcado suceso fué que el índice de precios bajó de 272 a 151.

La desinflación y los cambios

Al valorizarse así el dólar, al aumentar en tal forma su poder adquisitivo interno por la eliminación de todo ele-

mento clasificable como *artificial poder de compra,* se vió alterar en igual medida en los mercados internacionales la paridad del cambio, que, como hemos dicho, se mide no por aquella cifra histórica que fué la unidad monetaria definida en tantos gramos de oro, sino por el respectivo poder de compra en el interior de cada país.

En Inglaterra también se elevó el tipo de redescuento a 7 % en abril de 1920 y se ejerció una política de desinflación que tendía a nivelar el cambio de la libra con el dólar. Pero como la política del crédito en Estados Unidos al propio tiempo valorizaba el dólar, llegó un momento en que Inglaterra comprendió la inutilidad del esfuerzo y detuvo la marcha hacia atrás ante la alarma de los graves efectos que causaba el proceso de liquidación.

La libra se valorizó en la medida del descenso interior de los precios y su cotización, como la del dólar, se elevó considerablemente en los mercados internacionales, en proporción a la inflación predominante en ellos.

Otros países que también habían acentuado las facilidades bancarias, después del armisticio, al ver que la inflación crecía, dieron máquina atrás.

En Francia, donde el índice de precios en 1918 era de 366, sube hasta 588 en abril de 1920. En Italia el índice de 409 se aumenta a 670 en las mismas fechas. En otros países ocurre algo análogo. Se aumenta el tipo de descuento en los bancos centrales y se restringe el crédito como si todos obedecieran a la consigna que desde las columnas del "Boletín de la Reserva Federal" se dirigía a los bancos de los Estados Unidos en estas palabras: "El problema de reducir el costo de la vida es principalmente el de restaurar el poder adquisitivo del dólar. El dólar ha perdido poder de compra, debido a la expansión del crédito que bajo las necesidades de financiar la guerra se amplió con más rapidez que la seguida por la producción y el ahorro. La vuelta a una

sólida situación económica y la que envolverá tan poca perturbación de las relaciones económicas como sea posible, será invertir el proceso que ha traído el país a las condiciones actuales. En otras palabras: la vía de entrada debe ser el camino de salida".

El ejemplo de Estados Unidos e Inglaterra

Ya hemos visto que los directores del Federal Reserve Board, si bien estaban en lo cierto cuando definían el origen del mal y su verdadera expresión económica, no lo estaban al creer que la salida por la misma puerta de la entrada causaría poca perturbación.

Otros países que iniciaron la misma política se detuvieron a tiempo, salvo Inglaterra de la que ya hemos hablado. Sin contar a Alemania, que hizo de la inflación monetaria una forma singular de empréstito externo, cuyos tomadores fueron los incautos de todos los países, y que llevó sus emisiones hasta el colapso de la bancarrota, tenemos a Francia que se detiene en el momento oportuno, y en esa expectativa de recibir la debida indemnización por reparaciones, mantiene un sistema financiero de formidable deuda flotante, que es por fuerza un artificial poder de compra, siempre creciente, mientras no se arregle el asunto de la deuda alemana. Si Francia sigue el iniciado proceso de desinflación, se hubiera arruinado irremisiblemente. Su solución está en la fórmula del profesor Cassel: olvidarse de la vieja paridad del franco oro y, en el momento propicio, estabilizar la moneda, ya sea con conversión o sin conversión a oro.

Esta es una de las valiosas conquistas que la visión genial de Cassel ha aportado a la ciencia económica: que la moneda papel puede estabilizar su valor en la paridad de su poder adquisitivo determinado por el índice de precios. Ya se ha visto que hay un instrumento de eficiencia infa-

lible para regular el nivel general, el nivel medio de los precios. Los directores de los bancos de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Directorio del Banco de Inglaterra, pueden dar buena prueba de la efectividad activa del control del crédito y con él la determinación del poder adquisitivo de la moneda.

Que la situación económica de un país se regula mediante la tasa del descuento, era ya, según lo hemos dicho, uno de los dogmas clásicos. Lo que no existía era la noción del valor del papel inconvertible, su medida y la forma de determinarla.

Entiende el profesor Cassel que esa continua referencia al valor oro de la moneda, conforme a la unidad que regía antes de 1914, es una ilusión, una mera preocupación que tal vez dificulta más bien que facilita la regularización de un nuevo *standard* monetario en cada país bajo la fórmula de la estabilización. La moneda no es en sí misma un fin, sino un medio. Ella responde a hacer viable el intercambio del capital real, de la riqueza cristalizada en productos. Por consiguiente, lo fundamental es la integridad de la economía pública, la contemplación del conjunto de intereses creados que son el patrimonio de la comunidad.

La actuación del oro después de la guerra

Los fenómenos ocurridos con el oro después del predominio mundial del *standard* papel, son sumamente interesantes. El hecho más simple desde luego, fué el cumplimiento de la llamada ley de Greshan, o sea de que la moneda despreciada excluía de la circulación a la de más valor. El oro de los países que entraban de lleno a la inflación y despreciaban el papel afluía a los mercados donde subsistía el *standard* oro en la integridad de su valor o donde la moneda papel conservaba mayor poder adquisitivo. Sólo no

se iba libremente al *stock* que los gobiernos tenían bajo llave en previsión de la necesidad de pagos al extranjero por adquisiciones o para garantías de créditos en otros países.

El oro experimentó un desplazamiento inusitado. Rusia, cuyo banco de Estado era el que tenía mayor *stock* metálico en el mundo, al estallar la guerra 787 millones de dólares, todavía recibió el encaje del Banco de Rumania cuando este país se vió invadido y se temía que el dinero cayera en manos del enemigo. Los bolshevikis no sólo gastaron aquel *stock* primitivo en la parte que llegó hasta ellos, sino que, según parece, no dieron buena cuenta del oro de Rumania.

Austria desde el principio de la guerra envió al Banco Alemán de Berlín, casi todo su *stock* metálico y perdió en ello 206 millones de dólares.

Con ese oro y los 50 millones de indemnización que pagaron los rusos después de la paz de Brest-Litovsk, Alemania tenía en la fecha del armisticio 607 millones de dólares. Para 1921 sólo le quedaban 260 millones.

Francia, que en 1913 tenía en el Banco Central 679 millones de dólares oro, llevó su *stock* después de recoger toda la moneda circulante en el país a 968 millones. De esto le quedaba en 1915, 700 millones.

En conjunto los países beligerantes europeos, exclusión hecha de Inglaterra, perdieron de su *stock* anterior a la guerra 320 millones de dólares.

Inglaterra, en cambio, aumentó sus existencias metálicas en 593 millones.

En los países neutrales y en Estados Unidos, el ingreso de oro fué considerable.

Estados Unidos, que tenía 691 millones de dólares en oro en 1913, alcanza la cifra de 2,526 en 1921, o sea un aumento de 1,838 millones, casi tres veces la cifra anterior.

El Japón de 65 pasa a 558. España, de 92 a 479. Holan-

da, de 60 a 245. Suiza, de 32 a 104. La Argentina de 225 a 450. Uruguay, de 11 a 55. Dinamarca de 19 a 65. Noruega de 12 a 39. Suecia, de 27 a 75. En conjunto, el aumento en los países neutrales es de 1,520 millones. En Estados Unidos 1,838 millones y en Inglaterra 593.

La producción de las minas de oro durante el mismo período se calcula en 1,506 millones, de los cuales la aplicación industrial puede haber insumido 435 millones.

De esta extraordinaria concentración de oro en algunos países, especialmente en Estados Unidos, tenía que resultar alguna consecuencia sensible para la economía monetaria mundial. Lo primero es el fenómeno lógico y consiguiente a la superabundancia: una baja de valor. El oro, el precioso y vil metal, a pesar de su magia legendaria, también se deprecia cuando le llega su turno.

El valor de relación para el oro sólo puede concretarse en el valor del dólar, porque en primer lugar el más enorme *stock* se concentró en los Estados Unidos, y en segundo este país es el único que mantuvo la integridad del *standard* oro hasta que entró en la guerra y la restableció de nuevo en junio de 1919.

De acuerdo con la suba de precios operada en Norte América, resulta que la depreciación del oro en otros países, fué consecuencia de su superfluidad y de la conducta que asumieron los bancos centrales. Cassel se expresa en estos términos precisos: "Si el ingreso de oro a esos bancos hubiera sido relativamente moderado y si los bancos centrales lo hubieran recibido en sus reservas sin aumentar por cuenta de ese oro la circulación de papel, y más aún no creando emisión adicional, el valor del oro se hubiera mantenido en su nivel primero.

"Se produciría entonces una demanda de oro, y esto representaría un factor independiente en aquel mercado en que el valor del oro fuera determinado. Pero la entrada de

oro fué considerable en diversos países y los bancos centrales aumentaron su emisión a cuenta de sus nuevas reservas de oro, elevando el nivel de los precios. Esto equivalía a reducir el valor del oro y determinaba la acción de una ley económica que se traducía en indirecta resistencia a la extraordinaria afluencia de oro.

En algunos países como ser Holanda, Suiza y España, la emisión que los bancos centrales autorizaron fué proporcionalmente menor a la cantidad de oro recibida. Pero aún así, la provisión de medios de pago creció en cifras absolutas, y la expansión de artificial poder adquisitivo elevó los precios y de ese modo igual se hizo presión sobre el valor del oro.

El dilema de los países neutrales

No discute el profesor Cassel hasta qué punto fué una necesidad imperiosa e ineludible de las circunstancias anormales el aumentar la emisión. Constata los hechos y sus consecuencias. Es obvio que los problemas económicos internos de los países neutrales determinaban una acción defensiva por parte de los bancos para facilitar a la industria la exportación y al comercio la importación. Basta recordar las primeras dificultades nuestras en 1915, cuando el ingenio tenía que inventar los primeros arbitrios en ese sentido. Frente al problema de la zafra aquel dilema inflexible, aquella alternativa sin escape, en que de una parte nuestro exportador tenía excelente oferta para su producto que al país nuestro le interesaba ver salir; y, de la otra parte, un comprador que decía: aquí está el oro, pero no me lo dejan exportar, sólo me permiten que lo transfiera a su favor aquí mismo. Si la solución se aceptaba, el banco tenía que emitir billetes contra ese oro para pagar a nuestro exportador. Si no se aceptaba, no tenía salida nuestra producción y una grave crisis nos arruinaría.

Que más adelante en todos los países las cosas se extremaron es notorio. Pero había una gran ilusión, que todavía prevalece en muchos criterios, según la cual no cabe sospechar que una inflación tiene efecto cuando no ha disminuído el porcentaje en las reservas de oro. Aquí, dice textualmente Cassel, se repite esa creencia supersticiosa de que la cobertura de oro es la real base del valor del papel. "Si hubiera comprendido el pueblo,—dice el maestro,—que un fiduciario poder de compra no puede jamás ser determinado por otro factor que por su escasez, entonces se habría dado cuenta de que cada aumento en la cantidad de medios de pago al entrar en acción significaba una reducción en el valor de la moneda papel y por consecuencia causaba inflación".

Cuando esa baja del valor del papel llega a cierto punto, ya no conviene enviar oro al país, porque el oro vale más, tiene un poder adquisitivo mayor. En ese proceso de desvalorización llegó así un momento en que sólo había un país adonde convenía mandar oro porque el papel mantenía su equivalencia. Ese país fué los Estados Unidos. Por eso es también por lo que al fin el único exponente universal del valor del oro es el dólar.

"Sólo cuando la guerra terminó,—dice Cassel,—y cierta libertad mayor adquirió el intercambio mundial, se comprendió que algunos de los países de los que habían sido más importadores de oro había llevado la inflación de su papel a tal punto que su valor quedó lejos del valor del oro. Esto ocurrió en todos los países neutrales europeos, así como también en Inglaterra". Ustedes pensarán en este momento que eso ocurrió también en Sud América.

Esos países no pudieron, pues, retener el oro sino encerrándolo bajo llave, porque la corriente natural lo hubiera llevado hacia el país donde su poder adquisitivo era mayor. El valor de la moneda busca un nivel mundial en

la paridad del poder adquisitivo (que se mide por el nivel de precios) a la manera como los líquidos buscan el nivel más alto a través de los vasos comunicantes.

En Inglaterra se puede ver la diferencia de valor entre el papel y el oro por las cotizaciones del metal en el mercado. La onza troy de oro fino que en su antigua paridad era 84.96 (84 chelines 11 y 1|2 peniques), se cotizaba en junio de 1921 a 108 chelines 10 peniques, o sea 27 % abajo de la par. Con la desinflación provocada, ese año, según ya lo explicamos, para diciembre esa cotización era de 99 chelines 4 d.

Relación entre el oro y el papel inconvertible

De la comparación experimental de los fenómenos económicos, el profesor Cassel deduce este teorema: "Un aumento en la emisión y depósitos en los países que están en aptitud de importar oro concluye por detener la afluencia de oro". De aquí la consecuencia también de que cuanto más ese aumento se acentúe, tanto más se pronuncia la diferencia entre el valor del oro y el del papel.

Un experimento de aleccionadora consecuencia para el mundo, fué el del Banco Central emisor de Suecia, que salvó la solidez de la moneda oponiéndose a tiempo a la entrada de más oro, cuando todavía el papel, conforme a la ley económica descripta por el profesor Cassel, valía más que el oro, o sea por razón de su cantidad emitida.

El Directorio del Banco se dirigió al Gobierno, en 1916 diciéndole: La reserva de oro continúa aumentando. De 124.6 millones a fin de año, subió hasta 142 el 31 de enero y 160 el 5 de febrero. Según el artículo 10 de la ley orgánica, el Banco está obligado a dar coronas papel a razón de 2,480 por kilogramo de oro fino.

"Esta disposición fué inspirada en la consideración de

situaciones normales, cuando el Banco puede a su vez vender sin ninguna dificultad el oro que no necesita, sin experimentar pérdida. Pero las actuales tasas de cambio (muy en favor de la corona) le hacen imposible disponer de ese oro para fines internacionales sin gran pérdida.

"Y como además, el Banco entiende que sus reservas de oro actuales son suficientes, pide sea abolida la disposición que le obliga a recibir oro por cambio de moneda papel".

¡Qué original parecerá esto a los espíritus que vivían poseídos por la superstición del oro todopoderoso!

El Directorio del Banco quiso, sin embargo, oir la opinión del profesor Cassel, según cuyo criterio la institución se colocaba en un punto de vista estrecho al invocar solamente un interés privado de su propio negocio, cuando podía elevarse a un plano superior. Cassel dió los fundamentos en estos términos que constituyen la médula de su doctrina:

La moneda y los precios

"El motivo para la exclusión del oro debe ser basado en que es una medida indispensable para evitar un nuevo aumento considerable en el nivel general de precios dentro del país, y otras nocivas consecuencias que surgen del innecesario aumento en los medios de pago.

"La suba general de precios causada por la guerra afecta no sólo a los países que se rigen por papel inconvertible, sino también, aunque en menor grado, en países con *standard oro* efectivo, lo cual implica a la vez la depreciación del oro. Desde que el Riksbank ha reasumido la conversión de sus billetes por oro y el valor del papel está así determinado por el oro, el bajo valor interno anormal de la unidad monetaria es también una indicación clara de la depreciación del oro mismo. En tanto que el oro pueda ser importado a Suecia será imposible para el nivel general

de precios mantenerse apreciablemente más bajo que en e de otros países que poseen régimen a oro, y cada nuev decrecimiento del valor del oro debe producir la correspon diente depreciación de nuestra moneda y el consiguient aumento en el nivel general de precios.

"Si el Riksbank está obligado a comprar, o convertir to do el oro que se le presente, los países extranjeros tiene la opción entre pagar con oro sus deudas en Suecia o en viar productos. En las presentes condiciones, sin embargo es particularmente deseable que los compromisos de lo países extranjeros sean pagados en lo posible en forma d productos de los cuales tenemos necesidad. Este interés na cional será más fácilmente satisfecho si puede evitarse nue vos pagos en oro.

"Es también claro que mientras el ingreso de oro implic una tendencia directa a aumentar el volumen de los medio de pago y con ello el nivel de precios, el pago en producto tiene el efecto contrario, aumentando la existencia de ar tículos y tendiendo a reducir el nivel interno de los pre cios".

"Esta afluencia de oro, con lo cual los países neutrale tienen que contar al presente, es apta para causar un pel groso aumento en la cantidad de medios de pago, que a s turno promueven una especulativa expansión industrial qu puede conducir a la superespeculación que fatalmente con cluye en crisis. Aunque en lo principal nos hemos salvad de estas consecuencias en Suecia, ellas son, sin embargo, d naturaleza tan seria y amenazante que tenemos toda razó para protegernos contra ellas".

Cuándo el papel vale más que el oro

El 28 de abril se sancionó la ley y es curioso cómo tuv que ser seguida de severas medidas contra el contraban

le oro que se filtraba desde los países vecinos. Si bien en Suecia no vale más moneda de oro que la de cuño nacional, rige un convenio de unión monetaria de los países escandinavos, y entonces se buscó el recurso de llevar el oro a la casa de moneda de Noruega o Dinamarca y luego de convertirlo en cuño de estos países, circulaba en Suecia. Finalmente se celebró un acuerdo entre los bancos centrales de los tres países para evitar ese procedimiento.

Sobre la cuestión principal, que es el experimento del Banco de Suecia, dice el profesor Cassel: "La exclusión del oro implica, en principio, la transición hacia un *standard* libre que será regulado sin relación con ningún metal y exclusivamente por un punto de vista nacional consistente en tener un *standard* de valor monetario tan estable como sea posible. El proceso monetario antes de la guerra tendió durante largo tiempo a hacer del *standard* oro el tipo universal hasta la fecha de la guerra este resultado prácticamente se había obtenido. Pero que este *standard* oro pudiera llegar a ser considerado inferior a uno papel, y que un sistema a papel llegara a tener más alto valor que el oro, esto es lo que hace extremadamente digno de atención el resultado de la resolución provocada por el Riksbank en febrero de 1916".

El oro puede desvalorizar el papel inflando la emisión

"Una reducción en el valor del oro puede, evidentemente, dice el profesor Cassel, causar una correspondiente reducción en el valor de un efectivo *standard* oro. Si la depreciación del oro está expresada en una suba general de precios de las mercaderías en el mercado mundial, es inútil para un país que se rija por efectivo *standard* oro empeñarse en reprimir la suba de precios dentro de sus fronteras. Durante la guerra esta simple verdad fué ardiente-

mente explotada por los bancos centrales cuando quería defenderse de la acusación de que ellos habían forzado suba del nivel de precios dentro del país inflando la em sión. Lo que es bastante original, los bancos centrales rec bían algunas veces el apoyo de opinión de algunos ec nomistas de estrecha visión, incapaces de percibir ampli mente el curso de los hechos. Con la experiencia que aho hemos ganado,—termina esta parte el profesor Cassel,—la r lación entre la depreciación del oro por una parte y la c los varios sistemas fiduciarios por otra, es bien patente, ya no puede en lo sucesivo haber duda respecto de has qué punto el proceso directo de inflación es responsable p la depreciación interna de la moneda papel. En lo princip esta depreciación, aún en el caso de países neutrales, del considerarse el resultado de una inflación desarrollada i dependientemente en cada país. La inmediata responsab lidad por esta inflación recae en los respectivos bancos ce trales. Pero ciertamente ha habido condiciones, aún en l países neutrales, que se han atravesado sobre los banc centrales, coartando su independencia y forzando la infl ción".

La revolución de los cambios

Vamos a tratar ahora el interesante punto de la revol ción en los cambios y el singular desconcierto que produ en el mundo de los negocios la brusca e inusitada variaci producida.

Aquel relativo equilibrio del intercambio comercial aquel vínculo sólido del antiguo régimen monetario a o desaparecieron de pronto. Nadie podía tener rumbo ni n todo para calcular las equivalencias de unidades monet rias a papel, cuyo valor en uno y otro país era continu mente movible según fuera la intensidad del chorro de

emisión, o sea según las proporciones en que cada país creara artificial poder de compra por los procedimientos de que ya hemos tratado.

Al principio había simultáneamente la influencia de las prohibiciones de exportar y el sistema restrictivo de licencias. La gente atribuía sólo a esos elementos visibles, la causa del desequilibrio en los cambios y creía que, siendo causas transitorias, todo volvería a su quicio en cuanto se restableciera la paz.

Después que el comercio se inició de nuevo sobre bases de libertad normal, la lógica deductiva del público esperaba que el valor de cada moneda volviera a su antiguo tipo expresado en gramos de oro. Indudablemente no dejó de extraviar a muchos aquel impulso, en sentido de valorizar la moneda, que partió de Estados Unidos e Inglaterra, desde fines de 1919, que fué hasta cierto punto seguido por otros países y se detuvo a principios de 1921, en momentos en que los Estados Unidos conseguían su objeto de rehabilitar el patrón oro a costa del sacrificio de una crisis, que también se produjo por igual causa en Inglaterra y provocó la reacción en los demás países europeos.

Según los datos que tomé en el Banco de Inglaterra en setiembre último, la emisión, que ascendía en diciembre de 1920 a libras 498 millones, ha descendido a la fecha hasta 409, o sea una reducción de 89 millones de libras; lo cual simultáneamente con la suba del descuento valorizó la moneda, reduciendo el nivel de precios.

Esta transitoria tendencia de los cambios desde fines de 1919 a principios de 1921, fué lo que indujo a muchos a lanzarse a una especulación lamentable mediante la compra de monedas depreciadas durante la guerra y que se creía debían volver a su nivel de valor. No obstante la sucesiva depreciación que se veía en monedas como los marcos, los francos franceses y belgas y las liras, a cada nueva baja

el público creía que era la última y que desde ese momento tenía que empezar el curso inverso.

Cuando en ciertos países como la Argentina y Uruguay, se llegó a la par del cambio anterior a la guerra y la valorización de aquellas monedas continuó su proceso, dejándonos atrás hasta llegar a proporciones inverosímiles, nuestra confusión culminó. Se buscaba con vano empeño la explicación en la balanza de pagos, en la importación y la exportación, en la ley de la oferta y la demanda. Todo menos reconocer que nuestra moneda, con relación a las que mejoraban su valor por un proceso deliberado, estaba depreciada por razones específicas.

Dice muy gráficamente el profesor Cassel, al tratar este fenómeno subjetivo de la tenacidad en buscar la explicación donde no está: "Si tenemos una mercadería notoriamente deteriorada y que obtiene un precio más bajo que la buena, es ocioso buscar la explicación en los fenómenos generales de la oferta y la demanda".

La balanza de pagos y el equilibrio del intercambio no tienen nada que ver en esto, mientras haya libertad de comerciar, mientras no se impongan por un país restricciones a la importación de los productos del otro, capaces de paralizar sus ventas, mientras que el primero pueda seguir exportando fácilmente al segundo. Y en este caso los efectos son, sí, transitorios, porque un país no continúa comprando en otro, en tanto que no pueda vender en él. Hay cierta sentencia económica que dice: "Si quieres vender tienes que comprar." Es cierto que en determinada medida los desequilibrios de intercambio se corrigen por los arbitrajes, pero esto mismo prueba que hay medio de mantener el nivel del tipo de cambio cuando alguna oscilación obedece a desequilibrio en el balance de pagos.

Es decir: si un país importa tanto como exporta, no puede tener desequilibrios sensibles de cambios con ningún país por razón de diferencias entre la importación y la exportación, porque las operaciones de arbitraje determinan a cada país una posición económica tal como si el resto del mundo fuera sólo otro país con el cual comercia.

La nueva par de los cambios

Así, pues, estas diferencias que hoy se observan son simplemente el espejismo de considerar como la par el tipo normal de cambio anterior a la guerra. La verdadera par de los cambios ahora es la del poder adquisitivo de cada moneda.

"Nuestro deseo de pagar cierto precio por moneda extranjera, dice Cassel, debe en definitiva y esencialmente obedecer al hecho de que esa moneda posee un poder de compra contra mercaderías y servicios en tal país extranjero. Por otra parte, cuando nosotros ofrecemos en venta nuestra moneda, ofrecemos un poder de compra contra mercaderías y servicios en nuestro país. Nuestra valuación de la moneda extranjera en términos de la nuestra, por tanto, depende principalmente del relativo poder de compra de las dos monedas en sus respectivos países".

Esto implica plantear el problema en sus términos más simples. De ahí caben, como en todas las cosas, excepciones que deben ser materia de especial investigación en cada caso.

Por ejemplo: Las diferencias entre la situación económica de los países particularmente en cuanto a transportes y tarifas aduaneras, pueden producir una desviación en el nivel del cambio normal, o sea del cociente del intrínseco poder adquisitivo de las dos monedas". Por eso, "en vista de la naturaleza complicada del asunto, es difícil fijar este tipo de cambio teóricamente".

Teorema de la paridad del cambio

Pero, sin embargo, siendo el comercio libre normal entr
dos países A y B, cierto tipo de cambio se establecerá en
tre ellos, y, aparte de ligeras fluctuaciones, ese tipo perma
necerá inalterado mientras no ocurran variaciones en el in
trínseco poder de compra de cada moneda y no se oponga
obstáculos en la vía del comercio. Pero si se produce un
inflación en la moneda del país A, y en consecuencia se re
duce su poder de compra, el valor de la moneda del país
en el país B, bajará en igual proporción. Si la moneda d
país B al mismo tiempo ha sufrido inflación y su poder ad
quisitivo se reduce, es obvio que la valuación de la mon
da del país A en el país B experimente una suba en idéntic
proporción. Si, por ejemplo, la inflación en A llegó a l
proporción de 320 a 100 y la inflación en B llega a 240
100, el nuevo tipo de cambio (tomando la cotización de l
moneda de A en el país B) será los 3|4 de la antigua tas
De ahí la siguiente regla: **Cuando dos monedas fiduciaria
han sufrido inflación, el tipo normal de cambio será igu
a la antigua tasa multiplicada por el cociente entre los gr
dos de inflación de los dos países''.**

Tres ejemplos citados por Cassel, tomando diversos m
mentos de los grados de inflación en Estados Unidos e I
glaterra, según índices numéricos de los precios, confirma
la regla. En el primer caso, el índice de precios en Ingl
terra es 320 y en Estados Unidos 240 y el tipo de cambi
era de 25 o|o contra la libra; en el segundo, los índices re
pectivos eran 182 y 151 y el cambio indicaba 17 % cont
la libra; en el tercero, los índices son 304 y 272 y el cam
bio estaba a 10.53 en favor del dólar.

Habrá siempre, naturalmente, desviaciones,—dice Cassel,—
y en algunos períodos de transición ellas pueden llegar

ser grandes, pero los tipos de cambio que han sido calculados por el método expuesto, pueden considerarse como la nueva paridad entre las dos monedas, y a cuyo punto de equilibrio tenderán siempre las tasas del cambio, a pesar de las temporarias fluctuaciones".

Si consideramos el problema de los tipos de cambio desde este punto de vista, ya no hay razón para creer que los cambios en el mundo volverán algún día a su antigua paridad. Esas cifras de la antigua paridad han perdido su significación, sólo tienen hoy un interés histórico y no pueden por más tiempo ser consideradas como normales. Las continuas referencias que se hacen respecto a ellas son un serio obstáculo en la vía de un claro entendimiento de lo que en realidad ha ocurrido con las monedas en el mundo".

Las fórmulas de normalización

En cuanto a las fórmulas de normalización definida de la situación monetaria mundial, son: la vuelta al régimen del patrón oro con la vieja unidad monetaria anterior a la guerra, o bien el establecimiento del régimen oro, despues de fijar nueva unidad monetaria que represente la estabilización del estado económico actual.

Desde luego, parece que hay países que se hallan en condiciones de solucionar su estabilización monetaria por el primer procedimiento, en tanto que otros no pueden llegar a él. Países que tienen ya su cambio a la par con Estados Unidos, como Holanda, Suiza y Suecia, o que está a poca diferencia, como España, quedarían con su anterior unidad. Los que han llegado a un grado considerable de inflación, como Francia e Italia, por fuerza tienen que fijar la unidad real del momento en que se resuelva la estabilización.

A los que tengan alguna duda respecto de esto último, les diremos que no es sólo una fórmula del profesor Cassel,

demostrada con clarovidencia científica, sino que es la so lución que registran también los anales monetarios de mundo. Cuando la República Argentina, por citar el ejem plo más próximo, estabilizó su moneda al cambio de 4 centavos oro por cada peso papel, no hizo más que aplica el precedente de otras naciones.

La razón es lo que ya expusimos al principio; esto es que cuando la inflación ha reducido el valor de la moned en una proporción considerable, el valorizarla en igua proporción implica conmover la nueva armazón económic con el resultado de una crisis que siembra perjuicios infini tos. Y, después de todo, ¿para qué? ¿Qué le representa a u país tal unidad mejor que cualquier otra? Reconocemos qu en muchas personas hay cierto fanatismo a este respect y en otras predomina un temor al qué dirán, qué dirá e pueblo a quien se le hizo creer que la moneda no era lo qu se apreciaba, sino que los precios subían por causa de lo pícaros comerciantes y los cambios se alteraban y bajaba o subían por manejos de los banqueros ambiciosos!

La estabilización monetaria

Dice el profesor Cassel que en la Conferencia económic de Londres en 1921 él, como delegado, advirtió el daño qu se estaba causando al mundo con la política desinflacionis ta de Estados Unidos e Inglaterra e indicó la conveniencia de optar por la estabilización. Notó en seguida que su im presión era ampliamente compartida por la gran mayorí de la asamblea, pero que ninguno de los delegados se atre vía a sostener en público lo que creía en privado, si se tra taba de que fuera su país el que debía alterar la unidad monetaria, porque sería una confesión ingrata al pueblo El comentario de Cassel es el siguiente: "La opinión pú blica, después de la guerra, se place en ser gobernada con ilusiones y frases".

Hemos notado nosotros, sin embargo, que mientras en Inglaterra hay políticos que se empeñan en hacer creer a la opinión que la causa de los desocupados está en la cuestión del Ruhr, por otro lado el Banco de Inglaterra, bajó este año el tipo de descuento a 4 %; y la preocupación del invierno que empieza y que sorprenderá sin trabajo todavía a 1.300,000 personas, promoverá por fuerza algunas medidas un tanto inflacionistas. Lo mismo debe suceder en los Estados Unidos, donde el efecto es mayor tal vez.

En la última Conferencia de Génova se recomendó la vuelta al régimen del *standard* oro. Pero no se dice cómo. La fórmula de Cassel es que se establezca una especie de "Centro de estabilización" que podría ser, primero, la nivelación de cambios entre la libra y el dólar, o sea un nivel céntrico constituído por los dos grandes mercados del oro.

La equiparación de los cambios entre esos dos países, se puede obtener por un acuerdo entre ellos, para fijar un nivel común en el índice de los precios. Si Estados Unidos ha bajado su nivel a 150 e Inglaterra está en 180, un poco de acción combinada de cada parte los lleva a una cifra equivalente y entonces Inglaterra puede restablecer la conversión.

Luego todos los países buscarían su nivel por la fórmula que les conviniera. Los que están a la par desde ahora tendrían su situación resuelta; los que no están muy lejos de la par llegarían a ella por la conocida táctica del crédito; y, finalmente, los que se han alejado sensiblemente de la par, estabilizarían su moneda con la unidad resultante de la situación en que el momento los encuentra.

Esto es lo que salvaría al mundo de nuevas sacudidas y desastres.

En cuanto a la situación de la Argentina y Uruguay, que después de lo que acabamos de exponer, despertará un

interés concreto muy justificado, tiene que ser materia de otra conferencia, en la cual se puntualizará todo lo característico de las condiciones monetarias en que nos ha dejado la guerra, y se examinará los fenómenos económicos y las repercusiones financieras de esta situación.

LA MONEDA Y LOS CAMBIOS EN LA ARGENTINA Y EN EL URUGUAY

2.ª CONFERENCIA

La inflación moderna y la antigua

La modalidad característica del curso forzoso, impuesto a la moneda fiduciaria por todos los países desde agosto de 1914, fué la garantía de oro, a favor de cuya sugestión pudieron realizarse los excesos de emisiones fiduciarias, que ya conocemos, sin suscitar las protestas del público damnificado por la consecuencia directa, que es el encarecimiento de la vida, o sea la depreciación de la moneda.

La tradición monetaria del mundo explica, sin duda alguna, el fenómeno psicológico que se produjo, infundiendo esa ciega confianza en la virtualidad inconmovible del valor del papel, hasta el punto de que se buscara la causa de los fenómenos económicos subsiguientes en la voracidad de los especuladores y en la escasez de las mercaderías, como únicos factores.

Y lo explica en mi concepto porque siempre, hasta entonces, desde la invención de la moneda fiduciaria, las grandes crisis de liquidación desastrosa que acompañaron a los períodos de inflación monetaria, presentaban esa falla: esto es, la falta del oro para responder a la conversión de los

billetes. Como esta vez los decretos de inconversión estuvieron acompañados de la sugestiva resolución de encerrar el oro bajo el doble cerrojo de las cajas de los bancos y de los portones aduaneros (prohibiendo la exportación), nadie podía dudar de que estuvieran adoptadas las medidas más eficaces para evitar la repetición de los funestos hechos del pasado.

Y la ficción se completó con la forma también distinta que asumió la depreciación de la moneda. Probablemente contribuyó a esto último la acción legal que penaba severamente el agio en transacciones con el oro. En épocas anteriores, cuando la moneda fiduciaria perdía valor a causa de su exceso, estando en suspenso la conversión a oro, la unidad monetaria se cotizaba diariamente, expresando sus oscilaciones de valor, en tanto que los precios generales propendían a mantener las cifras determinantes de su valor en oro.

El costo general de la vida se mantenía así en una equivalencia visible con el oro, aún cuando sólo circulara el papel. Por esa razón sucedía que, cuando después de un largo período de adaptación a ese régimen, por el solo hecho de no aumentar las emisiones el papel empezaba a valorizarse, se sentía en lo vivo la *baja del oro*, correlativa a esa suba del papel, y se experimentaba una intensa conmoción económica que clamaba por la estabilización del cambio, como única medida salvadora contra los trastornos de una desarticulación a la inversa de la producida al principio por la baja del papel.

Tal fué el problema crítico que trajo la solución de la famosa ley argentina número 3871, del 4 de noviembre de 1899, por la cual se fijó la conversión del peso papel en 0.44 centavos oro.

Los precedentes argentinos

Durante diez años, después de la crisis del 90, la República Argentina se mantuvo sin alterar el monto de la emisión fiduciaria inconvertible, que ascendía a pesos 295.105,257 al sancionarse la citada ley. En el momento de mayor depreciación llegó el oro a 400 y en el último año, que precedió a la fecha de la conversión, el valor del papel llegó a mejorar en términos de cotizarse a 203. La estabilización se hizo al tipo de 227.27 considerando el promedio del último período.

El valor de esa moneda sólo dependía, como lo dice el profesor Cassel, de su cantidad, porque era inconvertible y no podía por lo tanto invocarse la garantía del oro. El mensaje con que el Presidente Roca presentaba el proyecto por el cual se creaba la Caja de Conversión decía: "Tenemos una circulación fiduciaria de 286.549,200 pesos papel y en moneda menor 8.616,757 pesos, que no tiene otra garantía que la responsabilidad general de la Nación y sin que una base metálica aliente siquiera la esperanza de una posible conversión".

Por su parte el doctor Rosa, Ministro de Hacienda, que proyectó la ley monetaria y la hizo triunfar con un dominio completo del problema, hacía afirmaciones que coinciden con el criterio sostenido por Cassel, respecto a la función económica y la única base del valor de la moneda.

El doctor Rosa decía: "La apreciación de la moneda depende de su cantidad con relación a las necesidades de la circulación, de la probabilidad del pago en especies, de la oferta y la demanda".

Decía también: "La moneda es el instrumento de los cambios y responde a una necesidad ineludible. El primero y principal atributo es su fijeza, su estabilidad".

Recordaremos que Cassel dice que el valor de la moneda depende de su *escasez*. A medida que el desarrollo progresivo del país se acentuaba sin modificarse la cantidad de la emisión, la unidad se valorizaba, no obstante la falta absoluta de garantía metálica a que se refería el mensaje, y todas las perspectivas eran augurales de una valorización firme y creciente cuando el clamor público exigió una medida de estabilización, porque el fenómeno que espontáneamente se pronunciaba era el de una desinflación, con todas las consecuencias desastrosas que hemos visto en los recientes ejemplos de Inglaterra y Estados Unidos.

La ley positiva y la ley económica

La estabilización que se dió a la moneda en un tipo de cambio a oro que fué relativamente generoso, concilió a la ley positiva con la ley económica y no fué necesario el acompañar el hecho con la presentación de un cuantioso *stock* de oro para mantener el valor de la moneda fiduciaria. Si el valor no descendió del tipo de 0.44 oro, fué porque era la estimación ya consagrada por las necesidades imperiosas del intercambio. Y a la vez, también cabe afirmar que si no subió de esa cifra ante la presión de la creciente necesidad de medios de pago, fué porque la ley creó ese mecanismo en virtud del cual la afluencia de oro podía convertirse en papel y regular exactamente la circulación monetaria.

Así fué, que aquellos 295 millones señalaban la cifra mínima que podía existir para responder a las necesidades económicas hasta el año 1902, en que el público empezó a hacer uso de la Caja de Conversión.

Cuando el oro estaba a 400 %, el hecho significaba que la cantidad máxima de dinero requerido por la vida económica no debía exceder de pesos oro 73.750,000. Si sólo hubiera existido esa cantidad en papel, sin ninguna ga-

rantía de oro, lo mismo se habría mantenido su valor. En cambio, si en virtud de una garantía metálica a oro, ya fuera total o en cierta proporción análoga a la adoptada antes de la guerra por los bancos emisores, se hubiera continuado ampliando la emisión, la pérdida de valor determinada por el exceso lanzado a la circulación se traduciría en aumento del nivel general de precios, disminución consiguiente de la capacidad adquisitiva del oro, suba del cambio y desaparición de la moneda de oro, por vía de conversión, hasta que dicha conversión redujera el monto del papel a la cantidad máxima compatible con la estabilidad de su valor.

Con el desarrollo progresivo del país, aumenta paralelamente la necesidad de mayor cantidad de moneda, y así fué que a los 10 años, cuando el promedio de varios meses de cotizaciones oscilaba alrededor de 225 %, ello significaba que si las emisiones en 1893 no hubieran excedido de pesos 73.750,000, habrían requerido un crecimiento medio anual de 5.800,000 pesos y el total sería para 1902 de 131.110,000 pesos.

Concepto equívoco de la garantía de oro

La garantía de oro que se mantiene en salvaguardia de la emisión es tan superflua cuando la emisión se gradúa con acierto para que no exceda a las necesidades justas del mercado, como es indefendible en su estabilidad si el monto de los billetes sobrepasa la medida dentro de cuyos límites puede conservar su valor. Y esa es la razón obvia por la cual cuando se habla de volver a la conversión frente a un caso de determinado *standard* fiduciario que ofrece considerable depreciación, se presenta este dilema:

1.° Si se obtiene una proporción de oro para aportar como garantía y se resuelve que la conversión sea a la par,

se produce la conversión y desaparece nuevamente el oro, porque, valorizado artificialmente el papel en términos que no coinciden con su cantidad excesiva, para la ley económica implacable no hay la derogación que pretendió la ley civil.

Supongamos el caso argentino. Si por las cotizaciones de la moneda podía establecerse que el máximo de capacidad receptiva del mercado en 1899 era pesos 131.110,000, o sea los 295 millones de papel aforados a 225 %, si se hubieran obtenido 164 millones de pesos oro y se decretara la conversión a la par depositando ese oro en el banco, la conversión se produciría hasta que se hubiera extraído el último peso oro y se hubiera reducido la circulación del papel a pesos 131.100,000, que entonces tendrían su valor equivalente al oro, aún sin ninguna garantía metálica.

2.° Caso. Se resuelve la conversión al tipo de las últimas cotizaciones del papel, o sea que la ley civil acata a la ley económica, y entonces nadie convierte papel por oro, porque esa cotización estaba determinada por el cambio internacional que había fijado lo que el profesor Cassel llama "la paridad del poder adquisitivo del papel" y convirtiendo a esa par, o ese valor, entonces el oro no tiene más valor adquisitivo para el extranjero que la moneda fiduciaria.

Precedentes en pro de la estabilización

Estos principios aunque no consagrados en fórmulas científicas definitivas como lo ha hecho el profesor Cassel, fueron comprendidos o presentidos por todos los hombres ilustrados que hubieron de resolver casos análogos en el mundo.

Tales son los ejemplos de las reformas monetarias de Rusia en 1897, cuando se fijó la conversión del rublo a 66 2|3, conforme a las cotizaciones de la moneda; la reforma del

año 1892 en la India, consagrando el valor de 24 peniques por cada rupia; la ley austriaca que adoptó la misma fórmula, y también el primer ejemplo argentino cuando se resolvió la conversión de las emisiones del Banco de la Provincia de Buenos Aires, al tipo de 25 por uno, que era su valor corriente, allá por el año 1863.

No era, como ya he dicho, el concepto científico de Cassel lo que inclinaba la opinión más bien en el sentido de estabilizar el valor que en el de devolver a la moneda su antigua unidad efectiva. Era la intuición clara del perjuicio que el valorizar la moneda causaría al país. Así, cuando la conversión del papel del Banco de la Provincia se oían expresiones como ésta: "El mejor tipo es el que menos perjuicio cause al comercio y a las transacciones existentes",—opinión del doctor Huergo.—"Debe hacerse la conversión por el valor del papel en el momento de realizarla "—decía el doctor Marcelino Ugarte. El Ministro Domínguez, que propuso la reforma, decía: "Lo que debe tenerse presente, no es solamente el interés del tenedor del papel, sino la masa de transacciones que están ligadas con la moneda corriente. Es preciso satisfacer todas las exigencias con un término medio. El tipo fijado (25 por uno) es el más justo y único realizable".

El doctor Cárdenas decía a su vez: "El tipo debe ser el que más responda a las necesidades del momento".

La reforma así discutida que no cristalizó en 1863, hizo, sin embargo, el criterio con que se abordó con más éxito a fines de 1866, siendo Gobernador el doctor Adolfo Alsina y Ministros los doctores Nicolás Avellaneda y Mariano Varela. El proyecto de este Gobierno provincial autorizó al Banco de la Provincia para emitir una deuda de seis millones de pesos oro, al interés de 6 % y amortización de 1 %, para aumentar el capital de la institución y habilitar un régimen de conversión a un peso oro por cada 25 papel.

También se autorizaba al Banco para aumentar la circulación, dando papel a cambio de oro en las mismas condiciones.

Las crisis de desinflación

Se producía en esos momentos el mismo cuadro sintomático que se repitió en 1899. Después de varios años de mantenerse en la circulación una cantidad fija de papel inconvertible, su escasez relativa lo valorizaba y se imponía por sí misma la desinflación espontánea. El clamor público se expresaba así, según su ilustrado historiador el doctor José M.ª Rosa: "La valorización del papel es el más grave mal que puede cernerse sobre el país, porque produce un profundo desequilibrio en todos los valores, porque arruina a nuestras principales industrias, porque trae el empobrecimiento y la miseria de los jornaleros, que se ven privados del trabajo que es su pan de cada día".

Colóquese por un momento este párrafo que acabo de citar, frente a los fenómenos producidos en Inglaterra y Estados Unidos a causa del proceso de desinflación que provocaron desde el año 1920 por valorizar su moneda. Ya hemos visto en la primera conferencia que la política de restricción del crédito, la suba enorme del interés, etc., en tales países dió de sí una liquidación general cuyas huellas desastrosas fueron una crisis industrial y millones de obreros sin trabajo.

Las consiguientes medidas defensivas de los Estados Unidos a los productos de su ganadería, depreciados en el mercado interno, repercutieron rudamente sobre el Río de la Plata, y así también la baja general de precios que resultó de la valorización monetaria en Inglaterra, tuvo para nuestra ganadería el mismo efecto que si la desinflación hubiera sido aquí, porque los precios de todos nuestros pro-

ductos de ganadería y agricultura fueron determinados por la demanda exterior y por la capacidad adquisitiva de la moneda americana y británica, a la cual se adaptó la nuestra, ya siguiendo una inflación interna paralela o próxima a la de esas monedas o ya equilibrando las oscilaciones muy marcadas de los cambios mediante concesiones de créditos.

El problema ganadero y la moneda

Este aspecto de la cuestión monetaria que afecta a los precios de los productos ganaderos, no puede menos de ser interesante para nosotros, desde que tanto se ha debatido el problema de la crisis causada por la baja en las cotizaciones.

Los precios mayoristas son los que ofrecen más susceptibilidad a estas influencias de una política de desinflación. La táctica aplicada por Inglaterra y Estados Unidos para devolver a su moneda el valor adquisitivo anterior a 1914, causó, como hemos visto, la baja del índice de los precios y la crisis de desocupación que es el exponente fiel de una grave conmoción industrial. Los precios de la carne y otros productos de nuestra ganadería, no podían sustraerse a ese fenómeno y cayeron con los demás. A ello se agregó la influencia depresiva en la demanda, que es el reflejo de la falta de trabajo en que se encuentran millones de obreros.

Que los compradores de ganado, los frigoríficos, hayan bajado más de lo justo el precio ofrecido en nuestros mercados, el hecho también tiene una explicación racional dentro del criterio,—diré más bien dentro de la *técnica*,—de los negocios. Así me lo explicaban recientemente en Londres algunas personas muy al cabo de los hechos, haciéndome notar que es lo aconsejado en cualquier empresa en momentos de confusión e incertidumbre determinante de

una baja general de precios, que puede en cualquier momento acentuarse más aún. El procedimiento es ponerse a cubierto de eventualidades, elevando el margen de garantías, de seguridades, contra posibles perjuicios. La crisis de los precios en las carnes fué sufrida por los ganaderos británicos como por los ganaderos americanos del Norte.

La política restrictiva del crédito y de reducción del papel, mediante la cual el Federal Reserve Board valorizó la moneda, a quienes más sacrificó fué a los ganaderos americanos. La protesta de los *farmers* allá tiene grandes puntos de semejanza con la de los nuestros, especialmente en cuanto se quejaban de haber sido estimulados antes a extender su producción y a efectuar inversiones de fondos por sumas cuantiosas, de modo que la perspectiva del resultado ante la baja considerable de los precios, representaba todo un cuadro de desastre.

Por eso conocimos esas reacciones a la manera de la ley Fordney. Se cerraron las fronteras a la competencia exterior. El Canadá, que exportaba ganado en pie a los Estados Unidos, se vió de pronto sin mercado. Acudió como todos al consumo británico y allí también recogió decepciones. Australia y Nueva Zelandia, apenas han costeado los gastos a favor de una concesión de las compañías navieras que pronto se quejaron de no poder soportar la prima acordada en los fletes.

Todo ese espectáculo de la ganadería mundial reconoce por causa más eficiente un fenómeno monetario: la desinflación en Inglaterra y Estados Unidos.

Las emisiones argentinas

El crecimiento de la riqueza pública en la Argentina es tan activo que la necesidad de medios de pago en las transacciones aumenta en un término medio de 15 % anual, llegando a duplicarse más o menos en poco más de siete años.

Si observamos la acción dinámica que acompaña a la apariencia estática de aquella emisión sin ninguna garantía metálica, que se mantuvo diez años en la cifra próxima a 300 millones, o sea que estaba en 306 millones el año 1892 y se encontraba todavía en 295 millones y pico el año 1902, se presenta de inmediato el hecho que ya he comentado, de la valorización automática, pasando desde 400 hasta 202. Esas cifras indican con toda evidencia que virtualmente la cantidad de moneda se duplicó, o sea que elevó su poder adquisitivo en un 100 % por razón de su progresivo encarecimiento frente a la necesidad creciente de medios de pago.

En 1903 empieza el público a utilizar el mecanismo de la Caja de Conversión, depositando oro a cambio de papel. Los 293 millones se elevan a 380 en 1903, a 407 en 1904, a 498 en 1905, a 526 en 1906, a 532 en 1907 y a 581 en 1908. A los siete años y poco más, se duplicó. En 1909 circulaban 685 millones y para 1917 había 1,013 millones emitidos. El promedio de aumento desde fines de 1902 a 1913, el año anterior a la guerra, es de 16 % anual. A fines de 1914 la emisión está en 803 millones y sube a 987 para 1915, a 1,013 para 1916 y 17. Del año 1918 al 21 sube desde 1,013 a 1,362, con motivo del crédito a los aliados, la suba de los valores ganaderos, las cosechas de cereales, etc. En esa cifra se ha mantenido la emisión hasta ahora.

Este es el período crítico en el que debemos fijar la atención para interpretar el secreto de las inusitadas oscilaciones en los cambios internacionales que se produjeron a partir del año 1920, o sea desde que se pronunció la política severamente desinflacionista de Estados Unidos e Inglaterra.

Mientras que en dichos países se restringía enérgicamente el crédito y se elevaba el interés del redescuento a 7 %, —provocando una reducción de la circulación monetaria

que se tradujera en aumento de su valor adquisitivo, a fin de abaratar la vida,—entre nosotros el fenómeno era o ignorado u observado como si sus efectos no pudieran tener aquí repercusión sensible.

Nos encontrábamos con nuestra inflación interna que resultaba fácilmente disimulada, cuando la de aquellos países era mayor y nos sostenía una cotización de cambios muy favorable a nuestra moneda. Pero cuando los efectos de aquella política de desinflación abatían los precios de nuestros productos exportables, el efecto económico era directo sobre el Río de la Plata en este doble sentido: 1.° que nuestra inflación frente a la descapitalización ganadera, se acrecentaba virtualmente con mantenerse la emisión en la misma cifra absoluta; y 2.° que el acrecimiento de nuestra inflación, producido como un hecho sincrónico, simultáneo al de la valorización de la moneda de aquellos países, determinaba esos bruscos saltos de los cambios que sembraban la perplejidad entre los hombres de negocios. Tuvimos oscilaciones desde fines del año 1920 a fines de 1921, entre 120 y más de 170 respecto al dólar.

También en esto se atribuía la mayor culpa a la especulación y se sostenía por muchas personas ilustradas la necesidad de un contralor oficial. En algunos países como el Brasil, por ejemplo, se estableció, y aún funciona, una oficina de intervención en las operaciones de cambio.

La especulación existe en los cambios como casi en todos los negocios, pero lejos de ser los especuladores los causantes, sólo eran instrumentos pasivos de un conjunto de acciones y reacciones económicas, luchando por arribar a un nivel de equilibrio. Los banqueros experimentados saben que entre el gremio de los calificados especuladores sobre cambios, fué donde se contaron más víctimas del desconcierto producido.

Las emisiones uruguayas y los cambios

A partir de 1914 el índice comparado de las emisiones de papel moneda en la Argentina y el Uruguay, sigue la siguiente progresión:

	Argentina	Uruguay
1914	100	100
1915	123	113
1916	125	140
1917	125	145
1918	143	194
1919	146	246
1920	169	238
1921	169	237
1922	169	238
1923	169	238

Como puede verse, desde el año 1916 empieza a pronunciarse un aumento del índice uruguayo sobre el argentino y se acentúa en 1917, en tanto que el índice de la moneda argentina continuó todo este año último inalterable. Notemos lo que pasa con el cambio entre Montevideo y Buenos Aires.

Desde 1913 inclusive a fines de 1916, se mantiene prácticamente a la par, porque las oscilaciones no exceden de 1|2 % de premio o de descuento. En diciembre de 1915, el índice argentino es 123 y el uruguayo 113. Al empezar el año 1916 en esa situación con índice más favorable al Uruguay, el cambio acusa en el primer semestre premio de 3|4 por ciento a favor de la moneda uruguaya. En el segundo semestre del año, el Banco de la República ve aumentada su emisión de 30.527,000 pesos que tenía el 30 de julio, a

36.565,000 pesos el 31 de diciembre, debido a ingresos de oro. De ahí que el índice sube de 113 a 140, en tanto que el argentino sólo pasa de 123 a 125. El tipo de cambio en el 2.° semestre marca ya 3 % en contra de la moneda uruguaya.

En el curso de 1917, la emisión argentina se mantiene en 1,013 millones como el año anterior, y el índice se repite naturalmente en 125. En el Uruguay el índice sube a 145. El término medio del cambio en 1917 acusa un descuento de 7 % contra la moneda uruguaya, señalando así la influencia desvalorizante de una inflación mayor en el Uruguay.

En 1918 los índices comparados de la Argentina y el Uruguay son 143 y 194. El promedio de descuento en el año contra la moneda uruguaya fué de 7 y 1|2. Sube a 8 y 1|2 en el primer semestre de 1919, en tanto que en el segundo de este año y primero del 20, habiéndose acentuado más la inflación en el Uruguay, se hizo uso de pases en oro durante un tiempo, a fin de mantener la par del cambio. El Banco de la República exportó en oro 1.869,210 pesos para el pago de subsistencias adquiridas por el Ministerio de Industrias. Los bancos particulares transfirieron a Buenos Aires importantes partidas de oro que recibían de Norte América y que por su carácter de envíos a consignación en vez de ser desembarcados en Montevideo podían seguir hasta Buenos Aires.

Esos dos semestres,—2.° de 1919 y 1.° de 1920,—demarcan el momento en que Estados Unidos empieza a defender el valor de su moneda. Desde el año 1915 tenía el cambio en contra sobre el Río de la Plata y sólo empieza a subir a favor del dólar desde julio de 1919, continuando firme en virtud de las últimas remesas de oro, hasta que ya en marzo de 1920 triunfa en definitiva, imponiendo una cotización sobre la par, que habría de seguir hasta alcanzar el extre-

mo asombroso de casi 180. Esto último no fué, naturalmente, más que un efecto de inercia y una acción refleja del desconocimiento en las opiniones de los propios hombres de negocios, que no tenían noción de las causas originarias de tales fenómenos, ni, desde luego, hasta dónde podía llegar en sus efectos.

Terminado ese movimiento de oro, el desequilibrio entre Montevideo y Buenos Aires se pone de relieve nuevamente, empezando justamente en abril de 1920, con 6 y 1/4 %. Al fin del año ese descuento se elevaba a 11 % y si miramos un momento la comparación que he presentado de los índices de emisión, vemos que ellos son 146 para la Argentina y 246 para el Uruguay. Bajo la influencia de esa considerable desigualdad, el descuento llegó en algunos momentos del año 1921 a 16 y 18 %. Ese fué el momento culminante de la inflación uruguaya, y si queremos revivir en la impresión de aquel ambiente de optimismo, no tenemos más que leer un párrafo de la Memoria del Banco de la República correspondiente al año citado, que dice así: "El 31 de diciembre de 1920 el Banco tenía colocados 86.407,508 pesos. En realidad esta cifra no da la sensación de la considerable extensión que han adquirido las colocaciones durante el año. En efecto, debe advertirse que la cancelación del crédito al Gobierno de Inglaterra rebajó en 23.797,578 pesos el saldo general de las colocaciones. Pues bien, la desaparición de ese rubro millonario, **fué compensada con creces por las colocaciones ordinarias que aumentaron en la cantidad de 26.390,665 pesos**".

Como a fines de 1921 se modera levemente la inflación uruguaya y al propio tiempo el índice de la emisión argentina sube de 146 a 169, ya el cambio a principios de

1922 desciende de 18 a 12 % y como a fines del 22 continúan los índices sin más diferencias que uno por ciento de baja para la emisión uruguaya, el descuento se fija en 8 % desde junio a diciembre.

Finalmente, en 1923, manteniéndose el índice de dicha emisión en la cifra de 1920 (238), el cambio sobre Buenos Aires varía entre 6 y 1|2 a 7 y 1|2 % de premio para la moneda argentina.

En vano se ha buscado la explicación de esa persistencia del cambio en favor de la moneda argentina sobre la uruguaya atribuyéndolo al exceso de la importación de productos argentinos sobre lo exportado del Uruguay a este país. La explicación está en el principio enunciado por el profesor Cassel: la diferencia de poder adquisitivo de la moneda, determinada por los grados respectivos de inflación.

También ha querido atribuirse el efecto al hecho de que estando los cambios de Buenos Aires sobre Nueva York y Londres tantos puntos más en favor de la moneda argentina, la mayor proporción del mercado de Buenos Aires para las operaciones sobre cambios subordinaba la situación del Uruguay, haciendo que el exceso de demanda de letras desde Montevideo a Buenos Aires sobre los mercados europeos o de Norte América, encarecía el pase de fondos de la capital uruguaya a la Argentina. Pero esta confusión deriva de una visión errónea de las cosas, porque los hechos deben plantearse del siguiente modo: Como el mayor grado de inflación de la moneda uruguaya determina respecto de la moneda argentina de 6 y 1|2 a 7 y 1|2 % de diferencia, esa misma relación respectiva se presenta en la relación con las monedas de los demás países y por eso el peso argentino se cotizará con 6 y 1|2 a 7 1|2 % de ventaja sobre el uruguayo en los mercados extranjeros.

Ejemplos del cambio sobre Londres

Si los mercados grandes absorbieran a los chicos en una especie de dilución de la unidad monetaria de estos últimos, no veríamos destacarse el franco suizo y el florín holandés con premio sobre la libra esterlina, en medio de otros países de capacidad económica muy superior. Además, ya hemos visto en el mismo ejemplo del Uruguay cómo en todos los años anteriores a aquel en que empieza a pronunciarse la diferencia en el índice monetario, el cambio estuvo a la par y aún a veces un tanto en favor de la moneda uruguaya.

Se habrá notado que no he hecho uso de los índices de los precios con respecto a estos países del Río de la Plata, porque las estadísticas que de ellos se llevan no son comprensivas del conjunto del costo de la vida, no solamente en cuanto a los principales artículos de alimentación, de vestido y al costo de la vivienda, sino al promedio de todas las clases de la sociedad. En general aquí,—en los dos países,—los índices se refieren al precio de los artículos de alimentación en los tipos de mayor consumo de las clases pobres.

En Europa y Estados Unidos los índices comprenden un exponente del conjunto del costo de la vida, y, según el profesor Cassel, en aquellos países donde la circulación monetaria era exclusivamente de papel,—o sea que el oro no tenía uso en las transacciones,—los índices de la circulación fiduciaria desde 1914, han seguido una línea paralela al del costo de la vida. Inglaterra no puede tomarse como ejemplo desde el año 1914 porque allí circulaba abundantemente el oro. El billete menor del Banco de Inglaterra era de 5 libras. El Gobierno adoptó para su uso después de la guerra los billetes de 1 libra y de 10 chelines y fué lentamente

retirando el oro y sustituyéndolo por esa moneda fiduciaria que llaman *currency notes*, a diferencia de los otros que se denominan *bank notes* y corresponden al Banco de Inglaterra.

En 1920, la emisión de *currency notes* era de 364.925,000 libras y las *bank notes* 132.851,000 libras. El total de libras 497.776,000 fué el monto más alto a que alcanzó la inflación en Inglaterra. Como se recordará, desde ese año se inició el proceso de desinflación. En 1921 (diciembre) la circulación era de libras 450 millones; en 1922 bajó a libras 424 millones y en 1923 (agosto) estaba en libras 408 millones.

Teniendo en cuenta que el año 1920 ya la circulación británica era exclusivamente fiduciaria y que fué el último año en que el cambio estuvo a favor de la moneda uruguaya con una cotización todavía de 58 peniques por peso,—siendo la par 51,—yo establezco desde ese año los índices comparativos de la inflación y anoto el tipo medio de los cambios para demostrar la relación de causa a efecto que se revela evidente:

ÍNDICES

Años	Inglaterra	Uruguay	Cambios (peniques por $)
1920	100	100	58
1921	90	102	45
1922	83	99	43
1923	78	100	39

La valorización de un 22 % para la moneda inglesa que resulta del último índice concuerda con el promedio de las cotizaciones, prescindiendo de algunos puntos de oscilaciones que son características de los cambios. Como puede ver-

se, los índices del Uruguay se mantuvieron estacionarios, en tanto que los otros decrecieron; o, en otras palabras, en Inglaterra se produjo una desinflación de la moneda, mientras en el Uruguay se mantuvo el mismo estado, y, por lo tanto, la valorización fué unilateral, traduciéndose en diferencias desfavorables a la moneda uruguaya, como en el caso ya demostrado respecto a la moneda argentina.

Durante el período 1920-23 hubo grandes oscilaciones, que fueron resultado, como en el caso de Estados Unidos, del desconocimiento, por los propios banqueros que negocian en cambios, respecto a cuál será la medida real de la suba o de la baja a producirse dentro de cierto término, cuando se ha iniciado así un proceso de desinflación, necesariamente sujeto a alternativas. Estas pueden ser de distinta modalidad según que el país con el cual se relacionan permanezca con su situación fiduciaria inalterada, como la Argentina y el Uruguay, o que paralelamente desinfle a su vez,—como fué la carrera entre Estados Unidos e Inglaterra,—o, finalmente, que agrave su inflación, como Alemania, Francia e Italia.

Como fenómenos concordantes que ejercen también influencia en uno y otro sentido, tenemos que la desvalorización de nuestros productos ganaderos, frente al mismo monto de emisión, hacen a ésta representar una inflación algo mayor, porque debió corresponder a tal reducción de valor una proporcional de moneda. Del mismo modo, ante la reducción de 80 millones de libras esterlinas en la emisión de Inglaterra, se observa que después de haber adquirido su viejo prestigio la moneda inglesa, la exportación de sus billetes se cuenta por millones en el mundo y el efecto de esta ausencia en el mercado británico equivale a una reducción efectiva mayor que la visible.

Hay, pues, siempre un cuadro de circunstancias que no deben descuidarse cuando se quiera estudiar una situación determinada.

Déficit del presupuesto como factor de inflación

En las conferencias económicas internacionales que se han celebrado después de la paz de Versalles, se ha consignado invariablemente entre las conclusiones de mayor eficiencia para volver el estado del mundo a la normalidad, el equilibrio de los presupuestos. El déficit, en estos años de tan graves perturbaciones, es un mal que afecta a la gran mayoría de los países. Hay naciones que marchan con un desequilibrio financiero fantástico, lo cual acrece la inflación, en virtud de las razones que ya expuse en la primera conferencia al hablar de la forma en que los Gobiernos afrontan los extraordinarios gastos de la guerra.

Un Gobierno que sólo recibe por concepto de rentas en el Ejercicio financiero 100 millones y gasta 150, tiene que apelar a la creación de artificial poder adquisitivo para el saldo de sus expensas. La emisión de letras, los créditos bancarios, suplen esa necesidad y presionan la circulación monetaria en la proporción a que asciende el desequilibrio entre los recursos y los compromisos del Estado.

La solución de situaciones semejantes es ardua, porque frente a la imposición imperiosa de buscar una salida, ya en la creación de impuestos o ya en la reducción de los gastos, surgen los factores políticos siempre en guardia para complicar las cosas. Esta intervención de consideraciones políticas se conjura en el sentido de prolongar la situación, aun a costa de su creciente agravación, porque en cualesquiera de los sentidos en que se pretenda equilibrar las finanzas, hay lesión de intereses que afectan a la suerte de elementos sociales de importante representación electoral. Ningún partido afronta de buen grado la responsabilidad aparejada a una u otra medida radical.

Sólo en los pueblos donde el sentido del deber público

es muy fuerte y los partidos no especulan sobre las preocupaciones populares para cumplir lo que en determinado momento es un deber doloroso, pero un deber ante todo, las soluciones en punto a sanear las finanzas, se dictan pronto y evitan males mayores. Ahí está el ejemplo de Inglaterra y Estados Unidos, cuyos últimos presupuestos se saldan con superávit. No es su mayor capacidad económica lo que determina la posibilidad de ese milagro, de saldar un presupuesto que se ha triplicado en pocos años: es su fuerza moral. Es la mayor suma de buena fe; es un sentido patriótico más positivo.

Ante el peligro de la bancarrota se unen los esfuerzos de todos los sectores de opinión y se afronta con valor la responsabilidad de dar al país el medio de desarrollar la administración sin dificultades.

Por más pesada que sea la carga impositiva, cuando sale del tributo de la población la suma necesaria para afrontar holgadamente los gastos públicos, entonces el mismo desembolso se produce con distintos efectos económicos. Ya no es un artificial poder adquisitivo el que entra en juego, sino el ahorro nacional, aunque sea un ahorro forzoso, aunque sea el fruto de sensibles privaciones.

Para tener idea de lo que representa la carga impositiva después de la guerra en una nación como el Reino Unido, basta una mirada hacia la proporción media del **incometax**. Desde los años 1910 a 1914, el tributo era de 1 chelín y 2 peniques por libra esterlina. En 1915, fué de 1 chelín 8 peniques; en 1916, 3 chelines; en los años 1911 y 1918, 5 chelines; desde 1919 a 1922, 6 chelines. En 1922-23 se hicieron economías importantes y se redujo la proporción a 5 chelines y en 1923-24, en virtud de haber resultado un superávit de 100 millones, se redujo la tasa a 4 chelines 6 peniques. Pero paralelamente a ese impuesto sobre los beneficios rigen impuestos indirectos elevadísimos.

Esas dos grandes naciones que con asombroso valor moral desafiaron las consecuencias tan graves de una crisis profunda por salir de la situación artificiosa de la inflación, hicieron la obra completa, salvando resueltamente del déficit financiero al mismo tiempo. Confían en que la crisis pasará y cuando la reacción señale el punto de partida para un nuevo empuje de progreso, la situación económica se encontrará libre de todo elemento capaz de causar perturbaciones inconvenientes.

Quiero aquí, de paso, recordar cómo el profesor Cassel considera un grave error la desinflación monetaria provocada así bruscamente, cuando los perjuicios que sobrevienen son de tal carácter que no se ve, en realidad, compensación en el simple resultado de recuperar la integridad de la par monetaria antigua. Yo he demostrado que ese es el criterio razonable y he experimentado verdadera complacencia en observar a través de la historia monetaria argentina que los prohombres a quienes cupo la responsabilidad patriótica de resolver casos análogos en este país, tuvieron el acierto de inclinarse hacia la solución que aconsejan de consuno la ciencia y el sentido práctico.

Ahora voy a terminar con el examen de lo que ocurriría si volviéramos a la conversión en estas circunstancias y cuál es la actitud que conviene a la Argentina y al Uruguay.

La vuelta al régimen a oro

El ideal dominante, cuando se concibe la perspectiva del regreso a la normalidad económica del mundo, es restablecer el régimen a oro, que permite generalizar cierto equilibrio estable en las equivalencias monetarias.

La tesis sobre la posibilidad de un *standard* exclusivamente fiduciario, que puede sostenerse científicamente, como lo hemos visto, tendría en su apoyo el argumento ex-

puesto por el profesor Cassel y abonado por una mentalidad de tan alta ponderación como la de tan eminente economista: esto es, que siendo un régimen independiente para cada país, permite ejercer un contralor eficiente sobre el costo interno de la vida. Puede manejarse el nivel de los precios con el instrumento de la moneda y del tipo de descuento bancario. En cambio, con el régimen a oro, los fenómenos monetarios tienden a universalizarse y todo país está expuesto a recibir del exterior una presión irresistible en el sentido de encarecer la vida.

Sin embargo, no todos los países, sino una minoría de cierto grado de cultura muy avanzada y muy sólida, afrontarían el régimen apoyados en una franca confianza del pueblo, y sin este elemento subjetivo todo es difícil en un fundamental problema del crédito como es el de la moneda fiduciaria.

La confianza del pueblo depende de la conducta que hayan seguido los Gobiernos durante un lapso de tiempo bastante largo para creer en la inalterabilidad de sus normas de acción.

La dolorosa experiencia mundial es acusadora a este respecto, en cuanto a la tendencia más probable en el manejo de la emisión de papel moneda cuando es permitido actuar sin ninguna relación con un *stock* de oro. Y lo es, porque difícilmente se sustrae de la influencia política una institución del Estado,—o aunque sólo sea privilegiada, como el Banco de Francia, por ejemplo. Por lo expuesto hemos podido advertir que la política de la moneda y del crédito tienen que inspirarse en una noción austera del deber general; en un concepto muy impersonal y superior de las conveniencias públicas.

Cuando es preciso elevar el tipo del descuento,—por ejemplo,—surge la protesta de muchos gremios afectados, y no es difícil entonces que emane desde el Gobierno una

consigna para imponer la derogación de lo resuelto. Y cuando una palabra del Gobierno sea ineficaz, todavía quedan las fecundas iniciativas parlamentarias y la posibilidad de una ley que le imponga a la institución emisora un interés máximo limitado a cierta cifra. En abono de estas soluciones está la ignorancia económica que todavía permite a muchas personas ilustradas no saber que el interés del dinero no es un simple precio que se califica de exagerado cuando excede de determinados límites, sino un elemento regulador del uso de la moneda, y, en ese concepto, un mecanismo cuya intensidad de acción se gradúa según el momento y circunstancia a que se aplica, orientándose para hacerlo en preceptos de la técnica bancaria o en principios de la ciencia económica y no en dictados de conciencia o en argumentos sentimentales.

Sobre este punto conviene recordar que si bien es cierto que decía el Evangelio: "No cobrarás intereses a tu hermano",—siendo al efecto hermanos todos los hombres,—la estructura moderna de la sociedad dió al interés un juego tan activo y tan distinto, que hoy se hace muchas veces el mal con un bajo interés y el bien con un interés considerado usurario. En los Estados Unidos, antes de iniciarse el proceso de desinflación, había negociantes que acaparaban toda la producción de ciertos artículos para imponer luego elevadísimos precios. Se descubrió que el enorme capital que giraban esos especuladores era a favor del crédito obtenido entonces al 3 y 3 1|2 %. Cuando la reacción vino y se elevó el interés a 7, 8 y 10 %, se vieron obligados a sucumbir en la más estrepitosa liquidación.

Siendo siempre un peligro el uso de la moneda fiduciaria y la tasa del descuento en manos de Directorios que no pueden jamás responder de contar con una autonomía invulnerable,—desde que la política tiene en su favor los medios de legislar modificando los estatutos en cualquier momento

y sustituyendo si es preciso un Directorio por otro,—las garantías que dan a la moneda una solidez más permanente, como es el *stock* de oro, son preferibles.

El oro actúa en una función de presencia, movilizándose en su lugar el papel. Aparte de eso, su carácter de moneda internacional le da la condición útil de ser un activo realizable que en épocas normales está sujeto a pocas oscilaciones de valor.

Además, como la mayor parte de los países del mundo están preparados para reasumir,—sea con la misma unidad o con otra,—el patrón oro, la generalidad de las opiniones tenderá a buscar la futura solución monetaria universal en el histórico régimen metálico.

Debemos, pues, estudiar nuestra situación frente a las perspectivas de volver al estado anterior a la guerra.

La conversión y sus efectos inmediatos

Desde el año 1902 empezó la función activa de la Caja de Conversión, y si observamos el movimiento de la circulación fiduciaria que acompaña a la expansión progresiva del país, notamos que a los 10 años ha aumentado la emisión en 500 millones exactos, o sea un crecimiento a razón de 16 % anual. El año 1913 fué caracterizado por una crisis mundial que afectó a la Argentina profundamente, dando lugar a una liquidación comercial que conmovió el ambiente económico, acentuando una depresión que un año más tarde había de ser agravada por el estallido de la guerra.

La relativa paralización de las actividades económicas duró hasta 1917, porque si bien en los productos de ganadería y agricultura, la suba de precios favorecía al país, las enormes dificultades con que tropezaba la importación eran causa de trastornos graves para el comercio y para la industria, en tanto que el fabuloso precio de los artículos

importados se llevaba gran parte de la utilidad marginal que la guerra aportó a los productos exportables.

Un período que podemos considerar fugaz, causó el delirio de una gran ilusión de enriquecimiento, porque nos deslumbraban los desembarques de oro; pero al fin, un buen día, los ganaderos, los agricultores, los comerciantes y los manufactureros, se preguntaban qué fué de aquella Jauja en que todos se veían conducidos dulcemente por el carro de la Fortuna... Sólo quedaban esos millones de oro inertes en la Caja de Conversión, caudal tan cuantioso como inútil, bajo su encierro, porque al no permitirse su empleo en los pagos internacionales y obligar al comercio a soportar las tasas de los cambios, el país ha estado y aún está, en realidad, pagando muy cara la adquisición y permanencia del oro, es decir, pagando con otros valores de la producción nacional la conservación intangible de la proporción de oro que el país rechazaría si se restableciera la conversión...

La vuelta a la conversión en la República Argentina, como en el Uruguay, traería de inmediato el fenómeno de saneamiento automático de la moneda, según la doctrina que a través de estas conferencias queda expuesta. Es decir: teniendo en cuenta que la depreciación monetaria,—de la cual los cambios expresan la medida,—está determinada por el grado de inflación en que se presenta nuestra moneda con relación al de otros países; y, estando demostrado que el precio actual del oro está impuesto al mundo por la cotización del dólar,—la conversión determinaría una corriente de oro desde la Caja de Conversión hacia Nueva York, hasta que el *stock* de papel moneda en circulación se redujera a la medida justa en la cual, por acrecimiento de su valor adquisitivo, llegara a la par del dólar. Sólo entonces no saldrá más oro del país, porque el cambio lo defenderá.

Eso es lo que la ciencia revela, de acuerdo con las leyes económicas ya consagradas. Ahora, el medir la trascendencia que los efectos de ese fenómeno tendrá, y el apreciar hasta qué punto puede convenirle al país resolverse aisladamente a afrontar la repercusión eventual a cambio de valorizar su moneda, es un problema que requiere el examen de los principales factores conocidos.

En la segunda década de funcionamiento activo de la Caja de Conversión, o sea el período 1912-1922, el crecimiento de la emisión sólo acusa un 7 % anual, contra 16.67 en la década anterior. Este descenso relativo es el efecto de las dos graves crisis económicas que desde el año 1913 afectaron al país y de la tercera crisis que soporta desde 1920, por repercusión de la política monetaria de Estados Unidos e Inglaterra.

La capacidad de reacción económica de la República Argentina es vigorosísima. En estos períodos de depresión en que todos los signos de vida comercial dan exponentes de inercia, se incuban, sin embargo, los gérmenes de futuras expansiones que revelarán energías asombrosas. La inmigración vuelve ya a aportar su concurso de trabajo creador. Las producciones fundamentales del país están constituídas por la riqueza más noble en el comercio mundial y la posición geográfica en punto a distancias y medios de transporte son excelentes desde el punto de vista de los posibles competidores en el intercambio con los grandes mercados.

Esta visión de la realidad económica del país y la apreciación del desarrollo expansivo de la emisión monetaria en los últimos años, demuestra, por una parte, que el uso de la moneda fiduciaria ha sido discreto, y por otra que la perspectiva de una normalización automática de los cambios no puede considerarse lejana.

Lo que ha causado aquí efectos de inflación es: 1.° las crisis económicas; 2.° la depreciación ganadera; 3.° la consi-

derable deuda flotante del Estado; 4.ª la desinflación brusca y profunda en Estados Unidos e Inglaterra.

La medida de la inflación monetaria está determinada, como ya se ha dicho, para todo el mundo, por el valor del dólar, por ser Estados Unidos el único mercado libre del oro.

Las cotizaciones del dólar desde el momento en que se inició en aquel país el proceso violento de desinflación, o sea desde marzo a abril de 1920, han tenido esas grandes oscilaciones que caracterizan a toda reacción económica. El fenómeno subjetivo inmediato es la intuición de aprovechar todas las ventajas o evitar las desventajas del movimiento que se presiente. Si el dólar empieza a subir y se teme que dentro de 15 días, y de un mes y de dos, continúe subiendo, la demanda de dólares se precipita no sólo por los que necesitan el cambio ahora, sino hasta por los que han de necesitarlo de aquí a dos, tres o seis meses. Esa inusitada presión lleva las cotizaciones a las nubes. Una vez que la demanda ha llegado a saturarse con todo el exceso de la avidez previsora de los negociantes, el movimiento se detiene y empieza a declinar hacia lo que debió ser su límite natural.

Al ser notada esa acción de baja, se alarma a su vez la oferta y precipita la caída en forma no justificada por los elementos económicos que realmente actúan. Todo ello ocurre porque falta el instrumento regulador que es la exportación de oro. Cuando hay el recurso de la salida de oro, todos conocen el costo máximo que puede requerir el efectuar un pago en el extranjero si sube la cotización de cambios sobre determinado país, y, por lo tanto, nadie se impacienta, ni se precipita a presionar desesperadamente la demanda de giros.

De manera, pues, que si observamos las curvas del diagrama de los cambios sobre Nueva York, y vemos los nive-

les máximos y mínimos como en un diagrama de las mareas, hay que explicarse esas reacciones como obedeciendo a simples causas subjetivas. La línea normal será otra, y podría medirse aproximadamente por la aplicación del teorema de Cassel si se llevara con precisión por todos los países la estadística del nivel general de precios.

Desde el año 1916 hasta junio de 1919, se cotizó el dólar en Buenos Aires con depreciación. Desde julio de 1919 a marzo de 1920 estuvo prácticamente a la par. En noviembre del mismo año llegaba a 134.50. Desciende durante los meses de diciembre a marzo de 1921 hasta la cifra de 123.80 y de ahí arranca en otro impulso violento de alza hasta 157, en julio de 1921. Declina nuevamente hasta 124.30 en abril de 1922 y con tendencia más bien a la baja llega hasta 116 en diciembre, para recomenzar nueva suba en mayo del corriente año y llega hasta 138. Excusado es decir que el dólar lleva tras de sí las cotizaciones de la libra y demás monedas, desde que ya hemos expresado que da la medida del valor mundial del oro.

En el período 1919-20 en que el cambio de Buenos Aires sobre Nueva York estuvo a la par, el índice del costo de la vida en Estados Unidos como el de Inglaterra, da la cifra más alta. El índice de la emisión argentina, comparada con la de 1914, pasó en ese tiempo de 146 a 160 y en esta cifra permanece todavía.

Ahora bien: si el índice del costo de la vida en los Estados Unidos fué
en 1920—217 (relativo a 1914);
en 1921—180;
en 1922—167;—mientras el índice de la emisión argentina no ha experimentado variación y está en 160; si consideramos la concordancia aproximada de los índices monetarios con los de precios, podemos establecer la probabilidad de que la expresión teórica de la depreciación actual de la

moneda argentina sea la proporción experimentada por el descenso de los índices del costo de la vida en Estados Unidos.

El cociente de los grados de inflación entre 1920 y 1922 en Estados Unidos, es 0.76, lo cual daría para la Argentina una depreciación probable de 24 %, o sea un tipo de cambio de 128 aproximadamente.

Esa cifra, como puede verse, no dista mucho del punto que las propias oscilaciones registradas por los cambios han trazado como línea media desde 1921 a la fecha.

Consultando el índice del costo de la vida en Estados Unidos para la fecha en que las cotizaciones del dólar en Buenos Aires eran alrededor de la par, tenemos, en conjunto, un cuadro de probabilidades que indican la posibilidad de que sea necesaria una reducción de 300 millones de pesos en la moneda fiduciaria argentina para adquirir sólidamente la par del dólar.

Sería lo de menos el consentir una exportación de 132 millones de pesos oro, porque el *stock* restante resultaría siempre cuantioso, y, sobre todo, suficiente con exceso para la garantía de la moneda fiduciaria. Lo que es serio y en realidad plantea la interrogación más grave, es el grado de perturbación que alcanzaría a producir esa desinflación automática.

En el primer momento se presenciaría una verdadera conmoción, por efecto de la natural excitación del interés que mueve a utilizar, como antes lo expuse, el máximo aprovechamiento de una circunstancia que se sabe transitoria. Por acción refleja sobre la masa ignorante de la población, el acto de convertir se haría impulsivo en virtud de una alarma popular. Y como no se va a la Caja de Conversión a buscar el oro sin antes retirar de los bancos los depósitos

del papel, este movimiento de extracción de fondos causaría una perturbación caótica y profundamente perniciosa.

De modo que la voluntad de volver al régimen a oro se ve frente a un problema de efectos económicos bastante complejos. No sólo producirán una restricción general del crédito por la reducción de los depósitos, sino que la valorización del papel producida ahora perjudicaría sensiblemente la exportación ganadera y agrícola, provocando una baja de los precios.

Se preguntará entonces a qué fin responde el estudio que expongo relativo a los fenómenos del cambio. Responde a esto: en primer lugar a conocer cuál es la verdadera posición monetaria de la Argentina ante la situación mundial; además, saber justamente qué complicaciones acompañarían al acto de restablecer de inmediato la conversión. Conocido uno y otro extremo aproximadamente, puede optarse a conciencia por varias actitudes.

Si reiteradamente se ha proclamado en conferencias internacionales que el problema monetario debe ser materia de un acuerdo en el que se concreten cláusulas fundamentales respecto a la política ulterior que cada país seguirá, puede esperarse el momento de arribar a ese convenio general.

Si entretanto se quiere atenuar el inconveniente de las oscilaciones y se conoce más o menos cuál es el porcentaje medio que corresponde a la depreciación con relación al dólar, puede autorizarse, por ejemplo, al Banco de la Nación para fijar un máximo de cotización a los cambios, comprometiéndose a responsabilizarse por los giros hasta ese tipo si otra institución no lo aceptara. El Banco de la Nación sería el único autorizado a convertir y exportar oro cuando le fuera necesario a consecuencia de estas operaciones.

Suponiendo que fijara ese tipo de cambio por ahora en la

cifra resultante del cálculo que acabo de hacer, esto es, 128, como el fenómeno de precipitar la demanda declinaria siempre al aproximarse a esa cifra, es seguro que su efecto sería el mismo de la posibilidad de conversión en tiempo normal. El ensayo por un tiempo no dará sino beneficios, porque en el caso de que el Banco tuviera que exportar algunos millones de oro, la utilidad para la institución sería evidente.

Entretanto, la permanencia inalterable de la emisión permitirá que muy pronto, relativamente, en cuanto el país reasuma su marcha ascendente hacia los grandes destinos que le reserva el porvenir, la par del cambio sobre el oro se habrá obtenido por solución espontánea de la dinámica del progreso.

El caso en el Uruguay

La misma fórmula, aunque en la relatividad consiguiente, debe aplicarse en el Uruguay.

Visto que el exceso de emisión autorizada ha determinado una diferencia de un 6 a 7 % sobre la moneda argentina, esa misma diferencia es la que pierde en más sobre las otras monedas el peso uruguayo.

Es decir, que si la Argentina tiene una diferencia de 24 % sobre el oro, según la medida universal que da el dólar americano, esa diferencia será alrededor de 30 % para la unidad monetaria del Uruguay.

Si el Banco de la República restableciera hoy la conversión tendría por resultado un proceso automático de reducción del *stock* de billetes en esa proporción. Si hay 60 millones más o menos actualmente, la medida exacta del monto de la conversión sería pesos 18 millones. Cuando se hubiera exportado esa suma de oro, reintegrándole al Banco igual monto de su papel, el cambio estaría a la par con Nueva York.

El *stock* de oro restante en el país sumaría 35 millones y sería garantía excesiva contra toda eventualidad de conversión, porque responderían a 40 millones de papel, cuyo valor, según la tesis que he expuesto, no necesitaría tal garantía de metálico para asegurar los cambios favorables al país, desde que el valor del papel depende de la cantidad lanzada a la circulación, o emitida.

Pero las graves consecuencias del proceso de desinflación es lo temible desde el punto de vista económico y es lo que obliga a plantearse el problema tal como lo hemos hecho, para luego adoptar un programa racional de acción.

Debe ser el mismo que he indicado para la Argentina, esto es, fijar a los cambios un límite (basta con referirse al dólar que da la medida del oro) y decir que, cuando exceda de 130, el Banco de la República expedirá giros a ese tipo y se cubrirá con oro. En esa forma, el cambio no subiría de tal punto, y si eventualmente lo sobrepasara, sería un motivo para que el Banco del Estado hiciera dos servicios simultáneos:

1.° Defender los intereses del comercio.

2.° Propender a una relativa desinflación realizando, *ipso facto*, una interesante utilidad.

El Banco se plantearía un programa de reducción de sus billetes de la manera que resultara más inofensiva al ambiente del crédito.

Por ejemplo: no restringiría sus operaciones habituales: no exigiría conminatoriamente el pago a los que tienen dificultad; en una palabra, no provocaría una desinflación, pero, si cobra algunos créditos importantes, como el del Gobierno de Francia, no se preocupe por *colocarlos de nuevo;* aproveche la ocasión para dejar en caja esa emisión, hasta buscar lentamente la par del cambio, a favor de la reacción económica del país.

LA MONEDA Y LOS CAMBIOS INTERNACIONALES DESPUÉS DE 1914

TRADUCCIÓN Y RESUMEN DE LA DOCTRINA DEL PROFESOR GUSTAVO CASSEL

POR

PEDRO COSÍO

LA ABOLICION DEL PATRON-ORO

El profesor Cassel empieza por considerar que para llegar a una interpretación inequívoca de los hechos que en materia de moneda y cambios se han sucedido después de 1914, es preciso iniciarse en la comprensión del verdadero sentido económico que encierra el régimen monetario, establecido en todos los países desde el momento de estallar la guerra.

Este régimen implica la abolición del *standard* oro, y la adopción de un sistema fiduciario, por más que se haya estudiado diversas artes para guardar las formas.

Siendo esto así, el valor de la unidad monetaria sólo puede estar basado en la cantidad de papel emitido en el país, para proveer al público de medios de pago; y desde luego, la responsabilidad por el valor de esa moneda, donde el patrón oro ha sido abandonado, recae exclusivamente en aquéllos en cuyas manos ha estado la provisión de esos medios de pago.

Es inútil la ilusión o la ficción de que el oro esté guardado en las cajas del banco emisor. Nada significa eso desde el punto de vista económico, porque cuando se han suprimido las condiciones esenciales del *standard oro*,—libertad de convertir, de exportar, de acuñar y de transformar el metal,—toda otra medida es inocua. Las leyes económicas sólo cuentan con hechos.

Basta la más mínima traba en la libre disponibilidad del

oro, por el valor escrito en los billetes que uno posee, para que ese billete no exprese un valor relativo al tipo del oro en el mercado internacional.

Las medidas dictadas en salvaguardia del oro fueron como remedio heroico; fueron precauciones contra eventualidades de tener que adquirir en el extranjero materiales de vital importancia para el país.

Desde el principio de la guerra, el conservar las reservas de oro fué el factor principal, mientras que la protección del papel moneda fué más o menos descuidada.

Por mucho tiempo en el pasado, las leyes bancarias habían centralizado sus intereses en esta protección del papel, bajo fórmulas que determinaban las reservas de oro, y el público ha sido educado durante generaciones en la idea de considerar esas reservas de absoluta esencialidad.

Las reservas de oro deberían representar una garantía de la conversión de los billetes; pero al primer signo de posibilidad de que la conversión se solicite en una escala considerable, el interés en la reserva de oro se hace un factor predominante que se presenta como un obstáculo positivo a toda conversión.

Esta idolatría de las reservas de oro como un fin en sí mismas, se ha continuado hasta ahora, aún a través de groseras ficciones. Se publica la cantidad de metálico en las estadísticas y hasta se exhiben las talegas para admirar a los visitantes,—todo ello respondiendo a un fervoroso empeño de inspirar en el público la idea de que el oro en las cajas infunde valor por medio de misteriosos flúidos al papel circulante.

La verdad positiva, de que el valor del papel debe estar determinado por la cantidad de notas en circulación, ha sido, por cierto, inconveniente a los Gobiernos, en un período en que su aumento era incesante.

En Alemania, lo mismo que los países aliados después, se oleccionó el oro en una especie de empresa patriótica, a fin e dar sólida garantía al papel. Pero el hecho curioso fué ue el papel rechazó el ser reforzado por este medio, e inesantemente se depreció de valor en la proporción en que s masas de papel crecían, sin consideración a las reservas e oro.

En resumen: abolido el *standard oro,* por la inconversión, c.,—pasamos a una situación de moneda fiduciaria, cuyo alor dependió enteramente de la cantidad lanzada a la rculación.

Donde existe el *standard oro,* los billetes, con la sola excepción de que son al portador, constituyen títulos de deua, cuyo valor depende de la solvencia del emisor. Pero uando el patrón oro desaparece, los billetes no son más ue medios de pago, cuyo valor sólo puede ser determinado or la cantidad emitida: su mayor valor está en razón directa de su escasez.

Para la mayoría del público esto ha sido incomprensible. e ha adherido a la idea de que algún día recobrarán su rimera condición y con ella su valor, y sería difícil que ntendiera que el valor de un papel inconvertible puede ser epreciado en una proporción sin límite, siempre que su antidad se aumente.

El pueblo ha insistido en considerar los billetes como títulos de deuda y no ha olvidado aquellas reservas de oro omo la última seguridad para estas deudas, atribuyéndoles na significación que ya no tienen.

Y ya veremos cómo los Gobiernos y los directores de los ancos emisores han tenido buen cuidado de no desengañar l público a este respeto.

Sin embargo, una perfecta y clara comprensión del pro-

blema monetario planteado por la guerra mundial, no ser jamás posible mientras la interpretación oficial no reconoz ca el error en que se ha vivido, la ficción en que se basa nuestros espejismos sobre los cambios, y se adopten firme resoluciones para volver al terreno sólido.

LA CREACION DE ARTIFICIAL PODER ADQUISITIVO

La vieja teoría de que un gran tesoro metálico podría ser eficaz para financiar desde el principio una acción de guerra, quedó abolida con las páginas históricas de 1914.

El primer principio en los *casus belli* es el adoptar prontas, enérgicas y lo más amplias medidas conducentes a la mayor eficiencia de la defensa nacional. Se necesita la inmediata disponibilidad de grandes sumas, que no pueden esperarse ni de la lentitud de nuevos impuestos, ni de las entradas normales de los ya establecidos,—que, al contrario, se contraen extremadamente,—ni de la emisión de empréstitos que tropiezan con un ambiente financiero saturado del pánico y consiguientemente no propicio para lanzar títulos a la plaza.

Sin embargo, hay que poner en manos del Gobierno, inmediatamente y en la cantidad necesaria, un elemento, que llámese como se quiera, debe estar constituído por una virtualidad esencial, que se traduce en esta expresión: *poder adquisitivo* (*purchasing power*). El único medio eficaz de solución para tal eventualidad, fué la emisión de papel inconvertible, seguida después de otros elementos accesorios, como letras de Tesorería, créditos bancarios contra cheques, empréstitos, etc.

La solución es simple, fácil, y ningún Estado dejó de echar mano a tales recursos, con diferencias preferenciales en mayor o menor grado por tal o cual procedimiento.

El resultado es la creación de artificiales medios adquisitivos. Esto quiere decir que ese poder de compra se va a dirigir sobre los elementos económicos como una ofensiva, y que ésta será incesante mientras dure la guerra, como lo será también la subsiguiente necesidad y creación de nuevos medios artificiales de adquirir.

La repercusión de los fenómenos se hace mundial por sus efectos en la economía de los países neutrales y determina en éstos las medidas de defensa económica que adoptan formas análogas a las de defensa militar y social en los países conmovidos por la guerra.

El juego pleno de esa movilización de recursos arbitrados a base fiduciaria, trae por resultante económica ineludible el proceso de inflación.

Fueron como efectos infecciosos, lo que se propagó desde los países beligerantes—donde todo se justificaba,—a los neutrales. Flotaba en el ambiente la idea de que la moneda podía ser creada con sólo tener la voluntad de infundirle vida. Fué esa corriente de ideas, más que nada, lo que hizo nula toda oposición a la creciente impulsividad dilapidadora en la administración pública.

La segunda causa importante de la creación de artificiales medios adquisitivos, fué la necesidad de que los países neutrales concedieran grandes créditos a los beligerantes para que éstos adquirieran productos. Era un medio indispensable para los neutrales, a fin de dar salida a la superproducción a cuyo favor normalmente equilibraban su balanza de intercambios.

A esa forma de créditos se agregó otra que derivó también de la necesidad de financiar las exportaciones de los países neutrales. El agio de los cambios contra los mercados importadores despertó una apasionada inclinación en los

particulares, a comprar tales cambios en la esperanza de realizar grandes ganancias cuando se restableciera la par, o simplemente mejorase el tipo para el país deudor. Los Estados beligerantes, y entre éstos particularmente Alemania, aprovecharon para vender su papel al por mayor a los países neutrales.

A cada nueva caída en los cambios aparecía un contingente fresco de especuladores que surgían con la idea de que ahora, al fin, el punto más bajo había llegado y que debía seguir a esto una suba inevitable.

Hoy, mirando hacia atrás, parece curioso que el público haya sido tan crédulo. Pero debemos recordar que según la teoría oficial enunciada en todos los países, la depreciación del valor del papel en general en los mercados mundiales, era sólo el efecto de una temporaria perturbación resultante de la desorganización del comercio internacional.

Esta opinión oficial fué de hecho participada hasta no hace mucho, no sólo por un gran número de hombres de negocios privados sino por grandes e inteligentes banqueros.

Contaban todos con que en cuanto se hablara de paz, los cambios subirían de golpe hacia la par. Pronto se vió el error; pero como en algunos casos la baja era tan grande, no podía menos de esperarse que mejorara.

Así fué sucediéndose una catástrofe tras otra, sin que la gente se diera cuenta de que el valor de un papel pudiera ir depreciándose incesantemente hasta ser sin valor alguno o poco menos, como el marco alemán.

Con estas formas de crédito se daban en los países neutrales, medios adquisitivos a los países beligerantes, sin que hubiera un correspondiente incremento en la masa total de mercaderías disponibles (o digamos de producción creada) en los mercados neutrales. Era el mismo efecto de que se emitieran empréstitos en el país por el extranjero.

Pero no había en realidad en el país ahorro efectivo para soportar estas formas de crédito en su conjunto. Sobre todo porque si el tributo anual del ahorro en los países neutrales había aumentado, también habían crecido la demanda de nuevos recursos por parte del Estado y de las colocaciones industriales.

La influencia de grandes intereses en las industrias exportadores determinó la facilidad en la concesión de créditos a los beligerantes en mucho más de lo que tal vez fuera necesario, porque muchos pudieron pagar sus compras con envío de mercaderías si se hubieran visto un poco forzados a hacerlo.

LA SUBA DE LOS PRECIOS

Bajo condiciones normales todo nuevo poder adquisitivo eleva el valor de las mercaderías o productos puestos a la venta, en una proporción correspondiente al monto del nuevo poder adquisitivo. El total poder adquisitivo durante un período dado, equivale, por consiguiente, al total de la cantidad de productos disponibles para compra.

Un aumento normal en el poder adquisitivo, sólo puede tener lugar paralelamente a un aumento en la producción general.

Si un país crea artificiales medios adquisitivos en la forma de papel moneda, este falso recurso inevitablemente competirá con el genuino.

La consecuencia será el aumento de precios. Este aumento debe llegar a tal límite según el cual el total de la producción disponible coincida en su valor con el que expresa la totalidad del poder adquisitivo existente.

Este aumento de precios implica para todos los poseedores de poder adquisitivo una restricción en la cantidad de productos que pueden comprar, y es justamente esa restricción la que deja disponible cierta cantidad de productos para ser comprados por la cantidad extra de poder adquisitivo recién creada.

El aumento de precios es, pues, un método de privar a los miembros de una comunidad de cierta porción de los verdaderos recursos de que dispondrá según la suma de dinero que gana.

Por consiguiente, una vez producido el aumento, hay qu poner una suma equivalente de nuevos ingresos a la dispo sición de los que poseen este artificial poder adquisitiv creado, sea el Gobierno mismo o los prestamistas extran jeros.

La inflación conduce así siempre e inevitablemente a un suba de precios, y es justamente por medio de esta suba d precios cómo se realiza el objeto definitivo de la inflación que es el poner una cantidad real de productos a la dispo sición del que no puede ofrecer nada en cambio.

En un continuo proceso de inflación ocurre generalmen te una suba de salarios y otros ingresos; pero esto sucede casi siempre muy gradualmente, de manera que la mayor parte del pueblo se ve obligada a reducir su consu mo. Si todos pudieran acrecer sus entradas en igual escala que la suba en precios, entonces no habría restricción en satisfacer cada uno sus necesidades y no quedaría saldo libre para cubrir el poder adquisitivo artificialmente creado.

Es, por consiguiente, parte de la inflación el forzar el precio de los productos.

La financiación de la guerra requiere gran disponibilidad de productos. Limitando el consumo por la suba de precios que sigue a la inflación, provocada por la creación de arti ficiales medios adquisitivos, los Gobiernos tienen mayor *stock* de productos disponibles.

Los resultados económicos serán siempre desastrosos, siempre los mismos y la ciencia lo dirá; pero los Gobiernos seguirán igualmente ese camino desgraciado cuando el caso se presente. La única receta preventiva contra tales desas tres económicos es ésta: "No hacer más guerras!".

Lo mismo cabe decir de las revoluciones económicas producidas después de la guerra, con perjuicio para la gran mayoría e indebida utilidad para una minoría.

Cuando uno comprende que la suba de precios no es mas que un aspecto, un resultado parcial, de la política de inflación, no puede menos de considerar curioso el esfuerzo de los Gobiernos por luchar contra la suba de precios. Es un defecto de visión, aunque no lo es del todo involuntario. Obedece al deseo de aparecer en desacuerdo con lo que es desagradable al público y de ese modo atenuar la responsabilidad en las consecuencias de una política económica falsa.

Se trata de que el público no se dé cuenta de la relación que hay entre el alza de precios y los métodos financieros inflacionistas. Se ha imbuído al público en falsas ideas económicas y esto ha causado la mayor dificultad para la vuelta al buen camino.

La inclinación popular a arrojar toda responsabilidad por la suba de precios sobre los hombros de los intermediarios, ha sido bien aprovechada por los políticos para salir del paso en sus compromisos de explicar el costo de la vida.

Pero para llegar a tener una idea clara de lo que pasa actualmente, hay que empezar por establecer el hecho de que la causa general de la suba de precios nunca puede estar fundada en la influencia de los aprovechadores.

Es el proceso de inflación el que con poder irresistible fuerza los precios hacia un nivel más alto; y cuando esto sucede, siempre ocurre que caen grandes provechos,—e indebidos,—en manos de algún grupo de personas.

Estos grupos se hallan constituídos principalmente por los que están en posesión de los medios permanentes de producción o tienen *stocks* de productos. Pero cualquiera puede adquirir análoga posición por compras a plazo y entonces inmerecidas ganancias le vienen con las subas. Esto se llama explotación, (*profiteering*) y el público fácilmente ima-

gina que el provecho así recogido es un agregado al precio del artículo y, por tanto, ese aprovechamiento es un factor directo en la suba de precios. En casos particulares, ciertamente, esto puede ser verdad, pero hablando en general la creencia popular representa una completa inversión de las causas combinadas.

De este error de conceptos ha surgido en todas partes una legislación que tiende a reglamentar los precios, sin que cese por eso el impulso de un inflacionismo lanzado desde el Gobierno. Se explota la candidez del pueblo. En nuestros tiempos democráticos la vía hacia el poder ha sido fácil a los políticos que mejor conocen la sabiduría económica de las asambleas populares.

La idea política más simplista para prevenir los trastornos y perjuicios en la vida de la comunidad, ha sido el prohibir que ocurran... Así en este caso. La suba de precios era un mal y por consiguiente no había más que prohibirlo por la ley. Vino la legislación sobre precios máximos.

En vano la ciencia señalaba lo irracional de este arbitrario ataque al más vital factor que rige la vida económica de la comunidad: la natural formación de los precios. En vano predijeron los hombres de ciencia la serie de graves trastornos que esos ataques encerraban. Las modernas sociedades, siempre para su vergüenza y su perjuicio, atravesarán el duro sistema de educación en los primeros principios de economía social y finanzas que tantos pueblos han tenido que soportar durante los períodos de inflación, desde los días del antiguo Egipto, sin haber aprendido una jota de todo el caudal de experiencia reunido durante esos miles de años.

Naturalmente, la suba de precios no pudo evitarse por tales medios. Continuó inexorable. La legislación se veía

forzada a aumentar sucesivamente los precios máximos permitidos, acompañando el proceso inflacionista.

Pero el pueblo se empeñaba en mantener el precio de ciertos artículos a un bajo nivel y la consecuencia de que el Gobierno, por complacer, lo impusiera así (por ejemplo, carne, azúcar, pan), era una violenta perturbación en la mutua correlación de precios, y, además, una dislocación del mecanismo total que la natural formación de los precios representa en la regulación de la vida económica entera de un país.

Diversas formas asumían los procedimientos gubernativos para aliviar al pueblo de la dificultad creada por la suba de precios: auxilio financiero a cierto grupo de ciudadanos; garantías de un margen de utilidad a los vendedores de algunos artículos para que éstos vendedores se sometieran a un precio dado,—pagando el Estado las pérdidas; nacionalización de algunos servicios, fijando tarifas inferiores al costo del servicio prestado. La financiación de todo esto provocaba en la mayoría de los casos una causa directa de nueva inflación y consiguiente impulso de alza a los precios, que volvía a suscitar nuevo pedido de alivio por parte de los consumidores.

El resultado total de la intervención del Estado, constituía una completa desorganización del proceso normal de la formación de los precios y mayor agravación de la política inflacionista.

A través de la suba general de precios provocada por la creación de artificiales medios de adquirir, la inflación constituye una depreciación monetaria. Todos los precios vienen a ser calculados en términos de una más baja unidad

y tienden a ser más altos, tal como las cifras con que se expresan longitudes y áreas, cuando se aplican términos de una unidad menor en la medida.

Como al principio de esas subas de precios la visión de los fenómenos no es muy clara y las primeras subas parece que no van a exceder de términos razonables, el público no puede ver las cosas fácilmente. Las tentativas de parte de la ciencia económica para explicar la verdadera causa de esta suba de precios fueron recibidas con sentimientos de desconfianza en los primeros tiempos de la guerra, y, en general, encontraron una actitud hostil.

Esta actitud recibió luego fuerte apoyo en el interés de los Gobiernos y de los bancos centrales por evitar que el público se diera cuenta de que era la moneda lo que se estaba depreciando. Sólo después de larga lucha y cuando la depreciación fué muy lejos, aquella oposición empezó a ceder.

EL AUMENTO DEL VOLUMEN EN LOS MEDIOS DE PAGO

La creación de artificiales medios adquisitivos toma inmediatamente la forma de emisión de papel moneda, o créditos contra cheques. Hasta ahora, al discutirse sobre efectos de la inflación, generalmente se había mirado este aumento en la cantidad de moneda (o créditos) como la causa real de la suba de precios y se había establecido que la suba de precios debía ser proporcional al aumento en esa cantidad de recursos fiduciarios. Esa idea es la que se conocía con el nombre de *Teoría cuantitativa de la moneda.*

Por parte de los teoristas se proclamaba dicha teoría axiomática (*self-evident*), pero siempre tropezó con objeciones, sin que los opositores mismos pudieran producir una sostenible explicación de su punto de vista.

La primera objeción,—la más a mano,—es la de que la moneda puesta a disposición del público no necesita permanecer en sus manos y puede volver al banco. Desde el período de inflación en Inglaterra durante la guerra napoleónica, los bancos han declarado que ellos no pueden forzar sobre el público más moneda que la que el comercio requiere y que, por tanto, los bancos no son responsables por un aumento en la cantidad de moneda.

Este punto de vista fué también ardientemente sostenido por los bancos centrales durante los años de inflación de que estamos tratando: ellos no lanzan más moneda que la

exigida por la necesidad del comercio. El aumento de la demanda ha sido explicado por diversas razones, y, entre otras, por la suba de precios.

Aclarar todo este desorden es el primer deber a cumplir si queremos tener una verdadera idea del proceso de inflación desarrollado desde que empezó la guerra.

Es cierto que el público, generalmente hablando,—no retiene en sus manos más moneda que la necesaria. La *teoría cuantitativa* es, por consiguiente, insostenible tal como ha sido formulada hasta ahora. Pero no debe presumirse de eso que la creación artificial de poder adquisitivo no tenga efecto.

Hemos demostrado que una suba de precios debe ocurrir cuando nuevos recursos,—poder adquisitivo,—se ponen en manos del Gobierno o de cualquier otro elemento social que directamente utilice ese poder adquisitivo.

El aumento de demanda por la *no creada cantidad de mercaderías* que provoca el *nuevo poder adquisitivo* arbitrado,—es inevitable. Hasta dónde van a subir los precios no puede precisarse teóricamente, pero para el objeto de determinar las causas que obran, es suficiente establecer el hecho de que un aumento en precios debe producirse a consecuencia de la creación de artificial poder adquisitivo.

El aumento de precios a su turno trae una necesidad de aumento en la moneda. Es obvio esperar que la cantidad de moneda requerida por el comercio acrezca en proporción a la suba de precios. Pero no debemos olvidar que la causa primaria es la creación artificial de poder adquisitivo. Este produce la suba de precios, y la suba de precios a su turno hace necesario un proporcional aumento en la cantidad de moneda.

Si este proceso continúa y nuevo artificial poder adquisi-

tivo se crea, hay que contar con firme aumento de los precios y sucesivos aumentos de moneda.

Entre esta cantidad de moneda y el nivel general de precios, una proporcionalidad se establecerá por sí misma. Si expresamos ambas cantidades por números índices, las dos con referencia a 100, como base, estos números índices guardarán proporción. Si las representamos por curvas, la curva que exprese el aumento de precios debe coincidir con la que denota el aumento en la cantidad de moneda.

Sería incorrecto describir una de estas variaciones como una causa y la otra como un efecto. La causa primaria que produce toda la perturbación de lo normal es la creación artificiosa de poder adquisitivo.

En esta nueva forma la teoría cuantitativa es inatacable y nos da el verdadero punto de partida para un análisis de las complicadas ramificaciones de los sistemas monetarios y de la formación de los precios. Siempre habrá algunas divergencias en los resultados derivados de esta teoría, pero aún así una sana teoría de los fundamentales fenómenos es útil, estableciendo que puede haber diferencias relacionadas con especiales causas, sobre las cuales en cada caso se concretaría la investigación.

Si una suba uniforme se produce en todos los precios, una proporcional demanda será lógica en los medios de pago. Pero la suba no es siempre uniforme. Diferentes grupos de precios presentan proporciones distintas de suba. Si elegimos sólo uno de esos grupos no podemos esperar que la suba de precios parcial corresponda a la demanda de moneda en proporción. Esta sólo puede resultar del conjunto, o sea de los números índices de los precios mayoristas, de los minoristas, del costo de la vida y de los salarios.

Con el incompleto conocimiento que tenemos de los cambios en estos diversos grupos de precios durante el período de la inflación, hay gran dificultad e incertidumbre para determinar la verdadera posición del nivel general de precios. Este hecho hay que tenerlo en cuenta toda vez que queramos comparar la suba de precios con un aumento en la cantidad de moneda.

Generalmente hablando, podemos suponer que la necesidad de medios de pago ha aumentado prácticamente en la misma proporción para todo. La moneda circulante (billetes y metálico), habría aumentado principalmente en la misma proporción que los saldos de los bancos disponibles por cheques.

Es sabido que en ciertos países hay hábitos distintos de los otros en los usos de la moneda; que Francia usa más el dinero que Inglaterra, porque en ésta la población moviliza el dinero mediante cheque. En los períodos de disturbio cada país continúa sus hábitos; pero durante la guerra se dió entre las explicaciones del incesante aumento de emisión, la de que el público usaba más los pagos en dinero. No es convincente, porque el pago en cheque no es más que un aplazamiento de un pago en efectivo que hay que hacer tarde o temprano.

EXPRESION ARITMETICA DEL AUMENTO DE CIRCULACION Y DE LA SUBA DE PRECIOS

Para toda investigación respecto a las proporciones y efectos de la inflación es de la más alta importancia contar con datos lo más exactos posible sobre el aumento de circulación y la suba de los precios. Hay para ello dificultades y las fuentes de errores son numerosas. Discutiremos primero sobre el aumento en circulación.

Una de las fuentes de error al estimar el aumento en circulación que sólo tiene en cuenta los billetes, es el hecho de que antes de la guerra circulaban monedas de oro que después han desaparecido.

Para apreciar el verdadero aumento hay que agregar la cantidad de oro que circulaba antes de la guerra. En algunos países como Inglaterra, Francia y Alemania, el oro circulaba; pero en los países escandinavos no.

El cálculo hecho en Inglaterra no parece ser muy exacto. Sólo donde el oro no circulaba de hecho, como en Suecia, se puede apreciar la verdadera proporción del aumento en circulación de billetes.

La plata no fué encerrada, pero donde la inflación ha alcanzado una proporción muy considerable, ha desaparecido por sí sola de la circulación.

Debemos contar la moneda menor de cualquier clase que sea, también.

Otra dificultad se ofrece con las variaciones anuales que presenta la circulación monetaria en casi todos los países. Hay que tener en cuenta el promedio de estas variaciones. Hay cierta regularidad que permite establecer una media normal. Hay variaciones lógicas periódicas determinadas por las estaciones; hay el crecimiento económico normal de cada año, en situaciones regulares; hay el crecimiento de la población. Estudiado un período regular y establecidos los índices numéricos de cada mes, puede estimarse cuándo el movimiento de inflación se acentúa.

No hay que olvidar que en algunos países se ha producido el fenómeno del atesoramiento de notas. En Francia, por ejemplo, después de las angustias que mucha gente pasó cuando las moratorias bancarias de agosto de 1914. Este atesoramiento ha sido una de las tantas explicaciones socorridas de la presunta necesidad de emisiones nuevas, aún cuando ya el fenómeno carecía de importancia, por haber desaparecido toda razón para esas nerviosidades del público.

Durante la guerra se justificaba por los Gobiernos también algún aumento de emisión al extenderse el territorio por la posesión militar de nuevas zonas. Sin embargo, en éstas subsistía la antigua circulación y también si los ejércitos invasores necesitaban allí moneda, es lógico que la hubieran necesitado en su propio país si no hubieran salido de él. De modo que la necesidad de más emisión por estas razones no es muy clara.

Después de la guerra se ha usado mucho también transportar los billetes de un país a otro.

En la fabulosa especulación con marcos, los billetes tuvieron una acción enorme. En Holanda se vendían en la calle como remate público, los paquetes de billetes. En 1921

se calculaba que el total de marcos papel vendidos al exterior, en toda forma, ascendía a 60,000 millones. En un sentido económico esto equivale para Alemania a recibir un empréstito. Es un recurso extremo el de aprovechar la sed de especulación que domina a los colocadores de dinero.

Como el empréstito tal es sin interés y con gran inseguridad, se le compensa con un margen considerable de perspectivas de utilidad. La confianza que el mundo entero tenía en la capacidad de Alemania para resurgir económicamente después de tan duras pruebas hizo posible que la especulación en marcos llegara a tan extraordinarias proporciones.

Al principio se creía que el cambio volvería a la par. Después a cada baja, se pensaba que sería la última etapa y de ahí remontaría. Así fueron cayendo los incautos, por millones.

¿Las pérdidas cuantiosas que se han experimentado podrán tener siquiera para el mundo un buen efecto? El de convencer a la gente de que no hay límite a la depreciación posible del papel mientras la cantidad de éste lanzada a la circulación se aumente arbitrariamente. Durante los primeros años de la guerra el pueblo estaba obsesionado por la idea de que el billete de banco tiene una especie de misterioso poder innato de conservar su primitivo valor, independientemente de todo aumento en los medios de pago. Mucho se habría ganado si esta idea pudiera ser definitivamente disipada

En cuanto a la gran exportación de la moneda papel, es una curiosa experiencia de estos tiempos de perturbación, y sería deseable que los Gobiernos trataran de saber la cantidad exportada, lo más aproximadamente.

El medir matemáticamente la suba de precios es otra seria dificultad. Antes de la guerra se apreciaba esa medida por la estadística de índices numéricos. La dificultad de exactitud acrece con las subas mismas, porque habría que pesar la importancia de los varios productos cuyo precio está incluído en el cálculo. Pero no hay otro medio de tener una idea, siquiera sea a grandes rasgos, que el seguir una estadística, como se hace, de cierto grupo de mercaderías de mayor consumo, ya en sus precios minoristas como en los mayoristas.

Ha dificultado también tener un dato exacto de ciertos precios la intervención del Estado para fijarlos.

Por lo que respecta al índice de los salarios también las dificultades han sido grandes. Por lo pronto el cálculo comparativo con años anteriores a la aplicación de la jornada de 8 horas, se hace complicado. Cuando los salarios suben con el avance de la inflación, el índice numérico sube más despacio para los pagos semanales que por hora.

Estos índices son de importancia para dos problemas distintos. Si se trata de determinar la suba en el costo de producción en relación a la depreciación de la moneda, entonces naturalmente, es el índice de los salarios por hora el que constituye el factor decisivo. Si queremos, por otra parte, saber en cuánto el salario ha variado en relación al costo de la vida y de ahí tener idea del *standard of living* en los obreros, entonces hay que usar un índice basado en los salarios por día, o mejor por semana.

Un índice de salarios para formar base de cálculo en la total demanda por moneda, es obvio que debe estar cifrado en estadísticas que indiquen los verdaderos ingresos de los trabajadores, por semana, por mes, y si es posible por año.

Estas estadísticas deben ser publicadas pronto, en seguida de terminar cada mes, para hacer las comparaciones internacionales. Su utilidad científica, compensa el sacrificio de

presentarlas en debido tiempo y forma, para las investigaciones y estudios que nos conducirán a resolver los graves problemas económicos de actualidad.

Nada puede hacer el economista en el sentido de apreciar los fenómenos que perturban la sociedad, si no se ponen a su disposición los medios informativos precisos, como el médico que ignora la temperatura, las pulsaciones, y otros síntomas vitales para un juicio clínico.

Para la comparación casi todos los países han elegido el año 1913, cuyos precios adoptan la cifra 100 a fin de referir a ella las diferencias porcentuales. Es indispensable la uniformidad de los métodos.

LA ESCASEZ DE MERCADERIAS Y SU INFLUENCIA EN LA SUBA DE PRECIOS

Uno de los principales métodos de explicar la suba de precios y de eludir el reproche de haber causado la depreciación de la moneda durante la guerra, es el atribuir la suba a la escasez de artículos. Cuando hay falta de un artículo, su precio sube. ¡Es un fenómeno tan natural y simple!

Se olvida que los precios son esencialmente relativos: son el signo evaluativo de las diferentes mercaderías en su relación de una a la otra. La suba en un precio puede estar compensada por pequeñas bajas en otras direcciones, de modo que el nivel de precios en su totalidad quede inafectado.

Si la comunidad está peor provista de mercaderías, pero relativamente igual provista de todos los artículos, la relativa valuación de los productos no tiene razón para subir, a pesar de haber menos provisiones en general. Si algunos cambios se producen de pronto en la cantidad de varios artículos, entonces un relativo cambio en precios tiene que ocurrir, pero no habrá razón para un alza en el nivel medio de todos los precios. Si esto ocurre debe atribuirse a razones de naturaleza monetaria.

Una disminución en la cantidad de mercaderías debería causar una correspondiente reducción en la necesidad general de moneda. Si esto sucede el precio queda inalterado.

Pero si no se hace y la cantidad de moneda permanece la misma, la suba de precios se produce.

Si el índice numérico relativo a la existencia de artículos de consumo denota una baja, la emisión debe reducirse en proporción equivalente, o de lo contrario el nivel de los precios subirá en la proporción de la diferencia de nivel.

Imaginemos que fuera posible expresar la existencia de mercaderías estadísticamente por un índice numérico y que éste hubiera bajado de 100 a 80,—una reducción de 20 % en las mercaderías; entonces, de acuerdo con el razonamiento, la provisión de moneda debería bajar de 100 a 80. Si eso no sucede, y queda en 100, entonces excede lo necesario en la proporción de 100: 80 y la consecuencia debe ser una suba en precios en la misma proporción. El nivel general de precios subirá de 100 a 125.

Durante la guerra hubo, indudablemente, una escasez de mercaderías y ello también ha sido un factor en la suba de precios. Pero ha sido sin duda un factor de segundo orden. Pero si una reducción de 20 % en la existencia total de provisiones es grande y debe determinar considerables privaciones en mucha parte de la población, sólo podría determinar, como se ha visto, una suba de 25 % en los precios.

Sin embargo, los números índices pronto revelaron una suba de 200 y más tarde, aún para los países europeos más favorecidos, llegó a 300 y aún excedió,—ya es notorio que la escasez de mercaderías no tenía la culpa. Pero las explicaciones oficiales se adherían a la creencia de que eran la sola causa!

Después de la guerra, la provisión de mercaderías pronto llegó a ser perfecta. Según la teoría oficial los precios debían bajar a su primer nivel. Pero no mostraron inclinación en tal sentido. Al contrario. Después de una baja pequeña en 1919, subieron en 1920 de nuevo.

Un precio índice para mercaderías por mayor que expre-

sa 360 como promedio para el 2.° trimestre de 1920 en Suecia, después que el país estuvo bien provisto de todo, debe producir confusión en la teoría que pretende explicar la suba de precios en la influencia de la escasez.

La experiencia que estamos pasando ofrece un fallo definitivo en la larga contienda seguida entre las enseñanzas de la ciencia y las numerosas opiniones que se negaban a reconocer los resultados de un análisis racional de los hechos. De este juicio no habrá apelación.

Además, ahora es evidente que el muy usado argumento de que la suba en precios es debida a la intensa demanda por mercaderías, que tuvo lugar durante la guerra, es falso en el fondo. Una demanda tal para tener efectos económicos positivos, tiene que estar sostenida por los consiguientes **medios de adquirir**. La creación artificial de éstos, determinando la inflación, fué el origen de todo.

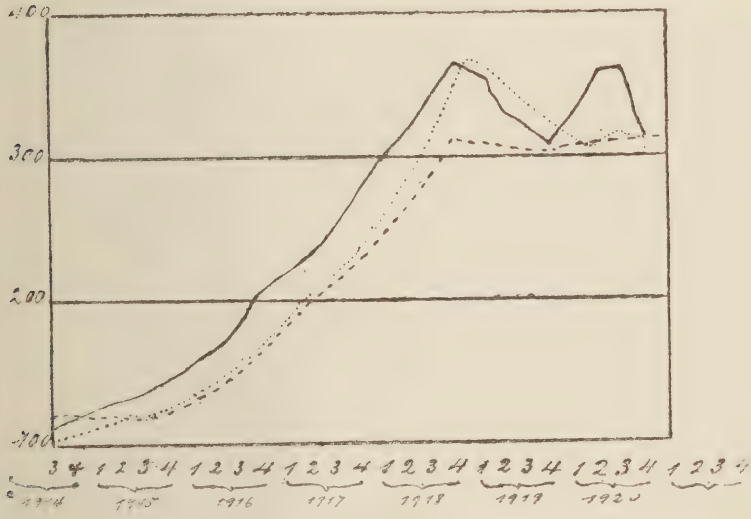
Durante la guerra coincidieron las dos causas: escasez de productos y exceso de moneda nuevamente creada. Si suponemos que la provisión de moneda aumenta al doble de lo normal, mientras la existencia de mercaderías se reduce en un 20 %, entonces por la primera causa resultará un aumento de los precios de 100 a 200 y por la segunda de 100 a 125. El total sería de 100 a 250.

Esta expresión técnica no es tan abstrusa que le sea imposible a cualquiera percibirla, y el hecho de que predomine tanta obscuridad en las ideas al respecto no es buena prueba de la educación matemática en nuestras escuelas.

No se tiene una estadística que mida con precisión ni cuánto representa en cada momento la escasez de mercaderías ni cuánto el exceso de moneda.

No debe olvidarse que el factor *escasez* de mercaderías puede ser provocado por la especulación que acapara los productos y disciplina la oferta.

Pero según el diagrama siguiente, la coincidencia de líneas en 1920, entre el aumento de precios y el de circulación, cuando ya no había escasez de productos, demuestra que ahí toda la suba de precios es atribuible a la inflación.



——— Indice de precios mayoristas.
..... Id. de precios minoristas.
- - - - - Billetes y monedas circulantes.

EL EFECTO DE LA INFLACION EN EL ORO

Hay un antiguo decir de que la mala moneda expulsa a la buena. De acuerdo con eso, el oro acuñado desapareció de la circulación por efecto de los depreciados billetes.

Este movimiento asumió formas peculiares que es interesante estudiar. Si el movimiento del oro hubiera estado enteramente libre, el resultado natural sería que todo el oro desapareciera de los países beligerantes de Europa y se hubiera ido hacia los países que mantenían su *standard oro* y cuya moneda mantenía su más alto poder adquisitivo. En resumen, este ha sido el resultado, aunque por varios medios indirectos y con importantes limitaciones.

En los países donde el oro circulaba, la exportación de monedas fué prohibida o prácticamente prevenida. También se prohibió fundir el oro, y en algunas partes se prohibió pagar primas por el oro amonedado y como en esa forma el oro perdió todo uso práctico, les fué fácil a los bancos centrales acumularlo en sus cajas.

Hasta a los bancos privados se les impulsó a ceder su oro. En 1920 los bancos ingleses tuvieron que dar su oro al Banco de Inglaterra en cambio de billetes de este banco. El presidente del London Joint City & M. B., comunicó en la sesión de 1921 que dicho banco tuvo que entregar su reserva de 8 millones de soberanos, y decía: "Lamentamos perderla, pero reconocemos la necesidad que indujo al Gobierno a pedirnos el oro". Hablaba Mr. Mc. Kenna, que fué luego Ministro de Finanzas.

El oro no quedó en los bancos centrales sino que fué por ellos utilizado en pagos al exterior o en garantir préstamos internacionales.

El último método de emplear el oro fué el más efectivo cuando se trataba de procurar las mayores cantidades posibles de cambio extranjero. El mercado extranjero podía en realidad tener mayor capacidad para absorber un empréstito si el país deudor tenía en sus bancos centrales más alto porcentaje de oro cubriendo sus billetes.

La exportación de oro de Francia a Inglaterra y de ambas a Estados Unidos, son buen ejemplo del método de financiar por este medio. En una forma u otra, por tanto, durante la guerra, el oro fué desde los beligerantes a los neutrales, así como a Estados Unidos y Japón, y las reservas de estos países fueron continuamente creciendo.

Para expresar en cifras el movimiento internacional del oro desde la guerra, será conveniente referirse a una sola moneda, y en vista de que los Estados Unidos se presentan como los únicos sostenedores del *standard oro*, utilizaremos el dólar.

Desde el principio de la guerra el Banco de Austria-Hungría tuvo que dar su oro en gran parte al Banco Alemán, y en esta forma perdió 206 millones de dólares. Las reservas de oro del Reichsbank aumentaron mucho en el primer período de la guerra. Desde fines de 1913 a fines de 1914, el aumento fué equivalente a 120 millones de dólares, y para 1916, 100 millones más habíanse acumulado en sus reservas. Sin embargo, por diversos conceptos el Banco exportaba oro para adquisiciones y defensa de sus cambios.

Después de la paz de Brest-Litovsk 50 millones de dólares de oro ruso fueron al Banco Alemán. Las reservas al tiempo del armisticio eran de 607 millones de dólares.

La mayor proporción tuvo luego que ser exportada después de la paz especialmente para pagos de artículos alimenticios, y al principio de 1921 sólo había de encaje 260 millones. Era menos de lo que poseía en 1913 (279 millones). En conjunto puede, pues, decirse que todo el oro circulante en Alemania antes de la guerra, más el acumulado en el Banco durante ésta y la contribución del Banco de Austria, fué exportado.

En Francia ocurrió lo mismo. El *stock* de oro de los bancos, al desaparecer de la circulación el metálico, se elevó a 968 millones de dólares, contra 679 que había en 1913. Después de 1915 se vió obligada a exportar tanto que el oro bajó a 700 millones. En el informe de 1920 se dice que la reserva de oro en el país es de 3,531 millones de francos. Pero después dice: "Oro en el exterior": 1,948 millones de francos.

En Rusia antes de la guerra el Banco de Estado tenía la más grande reserva de oro de todo país, 787 millones de dólares. Para 1915 había subido a 831 millones, después de absorber toda la circulación. Empezó a exportarse el oro, especialmente para Inglaterra. Desde octubre del 14 a la primavera de 1917 habían salido 330 millones.

Durante la guerra de Rumania, el oro del Banco de este país se pasó al Banco de Rusia para evitar que cayera en poder de los alemanes, pero se cree que después se lo apropiaron los bolcheviques.

Se dice que además de eso los bolcheviques han tenido entre 400 y 500 millones de dólares, que eran del Banco Imperial de Rusia. Ultimamente casi todo debe haber sido exportado, especialmente para América.

Se ve, pues, que a pesar de todos los esfuerzos de los Gobiernos por evitarlo, la inflación existente en los países beligerantes de Europa, forzó la salida del oro al exterior.

Sin embargo, en algunos de estos países los bancos centrales se han arreglado para retener considerables reservas.

Reservas de oro: 1913 - 1921

En millones de dólares

Estados beligerantes en el Continente:	1913	1921	Aumento + Disminuc. −
Francia	618,9	688,3	
Italia	288,1	236,5	
Bélgica	59,1	51,4	
Alemania	278,7	260,0	
Austria-Hungría	251,4	0-0	
Total.	1.556,2	1,236,2	— 320
Inglaterra	175,2	763,3	+ 593,1
Estados neutrales, incl. Japón:	27,4	75,5	
Suecia	12,8	39,5	
Noruega	19,7	61,0	
Dinamarca	60,9	245,6	
Holanda	92,5	479,2	
España	32,8	104,9	
Suiza.	225,0	450,1	
Argentina	65,0	558,8	
Total.	536,1	2.014,6	+ 1.478,5
Estados Unidos.	691,5	2.529,6	+ 1.838,1
Total general.	2.954	6.543,7	+ 3.589,7

La producción de oro continuó su marcha y suplió al mundo en considerables cantidades. De 1913 a 1920 el total de oro producido es de dólares 3,330.5. Se calcula que de la producción anual se destina a la industria, de 80 a 100 millones en valor del metálico. Deduciendo eso y otros destinos se estima que lo destinado a moneda de 1915 a 1920 es, en libras: 96, 4; 93, 5; 86,3; 79; 75,2; 70.

En 1913 cuando la producción de oro ascendía a 94,5 millones de libras, el monto consumido por las artes era de 27,3 millones de libras.

El enorme aumento del oro trajo necesariamente su depreciación, con relación a los precios. La mejor medida para apreciar la baja del oro, está en la suba de precios de los Estados Unidos. Según la Oficina del Trabajo el índice para los precios mayoristas llegó a su máximum en 1920, con la cifra de 272, en relación a 100, en 1913. Como no tenemos los datos de los precios minoristas ni de los salarios, suponiendo esa cifra sólo de 250 (en vez de 272), la baja del oro sería de 40 % de su primer valor en relación a las mercaderías.

La superfluidad del oro resultante de su no uso en la circulación y el acaparamiento hacia los bancos centrales, tenía que depreciarlo. Pero la extensión de esta baja dependía largamente del uso que los bancos centrales hicieran del oro que afluía a sus cajas. Si hubiera la afluencia de oro sido moderada y si los bancos recibieran el ingreso de metálico sin aumentar su circulación de billetes, el valor del oro se hubiera sostenido.

Pero los bancos centrales de los países a oro (Estados Unidos, por ejemplo), edificaron sobre su aumento de encaje un aumento incesante de medios de pago y este nuevo poder adquisitivo creado no pudo dejar de actuar en su misión inflacionista. La suba subsiguiente en los precios de las mercaderías significaban la baja del oro en igual grado.

En algunos casos los bancos centrales no extendieron la emisión a las sumas que el *stock* de oro les hubiera permitido. Esto especialmente ocurrió en Holanda, Suiza y España. Pero aún en tales casos la cantidad de medios de pago disponibles en el país acreció en cifras absolutas y la expansión artificial de medios adquisitivos también produjo la suba de precios. Así se ejerció presión sobre el valor del oro.

La explicación de la inflación que se iba produciendo en los países neutrales junto con la entrada de oro está en ciertos económicos intereses que por ambas partes se hallaban estrechamente ligados con las transferencias del oro. Desde el punto de vista de los estados beligerantes, la exportación de oro era sólo un eslabón en la cadena de su política financiera, que tendía a obtener la mayor cantidad de **poder de compra** en otros países sin exportar mercaderías. La exportación de oro, según se dijo, podía servir a este propósito si se concedían créditos sobre tal base en los países que recibían el oro. Esos créditos podían ascender a varias veces la suma del oro exportado, pero esto significa la creación de nuevo poder de compra, y así la inflación en los países que recibían oro, era una inevitable consecuencia.

Naturalmente esta continua alza de precios sería inconveniente para los países que exportan el oro, pero no eran momentos de hacer cuestión, sino de poder adquirir mercaderías a toda costa.

A la vez en los países importadores del oro los bancos centrales tenían, con fines de economía interior, interés en hacer que su nuevo *stock* de oro les diera utilidades, lo cual sólo era posible creando billetes con aquella base. Apenas podrá dudarse que de ahí ha debido surgir el espíritu de liberalidad para las concesiones de créditos que los bancos centrales otorgaban no sólo a los países beligerantes, sino a sus propios gobiernos y las demandas internas por capitales para negocios.

Además, ha sido muy corriente la idea de que no puede ocurrir inflación mientras no haya descendido el porcentaje de oro. Aquí tenemos de nuevo la superstición de que el encaje de oro es la verdadera base del valor de la moneda. Si hubiera comprendido el pueblo que el poder adquisitivo

del billete no puede nunca ser determinado por otro factor que el de la escasez de los medios de pago, habría visto claro que todo aumento en la cantidad de medios de pago que entra en actividad, debe causar una reducción en el valor de la moneda y por consiguiente producir inflación, aumentar todos los precios, y descender correlativamente el valor adquisitivo de la moneda.

En algunos países que recibían oro, la creación de nuevos medios de adquirir (emisiones sucesivas) en conexión con la afluencia de oro, fué tan lejos que el valor del papel descendió más que el del oro. Entonces ya no había interés en exportar más oro a esos países. Así los mercados para el oro fueron limitándose. Finalmente los Estados Unidos fueron los únicos que recibían oro.

El valor del oro durante este proceso fué, por cierto, determinado por el poder de compra del papel en aquellos países que todavía tenían una moneda bastante sana para que valiera la pena remitir allí el oro. Teóricamente hablando, el valor del oro en todos esos países hacia adonde afluía, era idéntico.

Si el oro pudiera haber sido remitido a un país donde él tuviera mayor poder adquisitivo, él hubiera seguramente ido hacia dicho país más bien que al otro inmediato en calidad de buena moneda, y ese movimiento continuaría hasta que la mejor moneda fiduciaria hubiera sido presionada a depreciarse bajo el influjo excesivo del oro hasta el nivel de la moneda fiduciaria inmediatamente mejor. De ese modo el oro habría poseído el mismo poder de compra en todos los países adonde fuera. Si un país había depreciado la moneda en un grado mayor que el de los países de mejor moneda, entonces ya no recibiría más oro. En realidad las cosas no fueron tan simples durante la guerra. El libre intercambio fué muy limitado para permitir un exacto ajustamiento del poder adquisitivo del oro en los varios países.

Los beligerantes trataban en primer lugar de ver dónde estaban los productos que necesitaban y sólo hacia ahí dejaban ir el oro, aunque tuviera menor poder adquisitivo que en otro.

Sólo después que se acabó la guerra y alguna libertad de comercio se restableció, fué cuando algunos de esos países adonde el oro había afluído se dieron cuenta de que habían llevado la inflación de su moneda fiduciaria tan lejos que el papel valía mucho menos que el oro. Esto ocurrió en los países neutrales de Europa y en Inglaterra.

El valor de la moneda fiduciaria en Estados Unidos, entonces se fijó por sí mismo y el valor del oro fué determinado por el del papel y sólo hacia ese país acudió el metálico de todas partes. Como la inflación del dólar continuó, fué también inevitable que el oro se depreciara. Hasta 1920 no se tomaron serias medidas al respecto.

La diferencia de poder adquisitivo del papel en varios países que importaron oro se ve por el siguiente cuadro:

Años	Suecia	Inglaterra	Est. Unidos	Holanda	Japón
1915	145	123	100	149	97
1916	185	161	123	234	117
1917	244	204	175	298	148
1918	339	225	196	398	196
1919	330	235	212	303	240
1920	347	283	244	285	260

Todos han descendido en poder adquisitivo más abajo que el dólar. Si hubiera libertad para él, buscaría el camino de los Estados Unidos.

En el caso de Inglaterra la baja actual en la moneda fiduciaria respecto al oro, se ve en las cotizaciones regulares del

oro. Se publican en chelines por onza troy de oro fino, cuya paridad antigua es 84,96 (=84 s. 11. 5 d.). En junio de 1921 la cotización media fué de 108 s. 10 d., o sea 27 % arriba de la par. En diciembre de 1921 había bajado a 99 s. 4.

El aumento de emisión y depósitos en los países que importaron oro demostró ser un medio de parar la nueva entrada de oro. Si no hubieran extremado la emisión habría continuado entrando el oro. El exceso de papel compite con el oro y conspira contra la capacidad mundial de absorción del oro. Por eso el valor del oro también baja.

El hecho de que un proceso de inflación pueda por este medio ser una razón para depreciar el oro, es un caso que sólo la experiencia de la guerra pudo iluminar. Por mucho tiempo se sabía que un país que deja de convertir su moneda con oro se entrega a un *standard* papel con menos valor que el oro. Al aforarse el oro en tal moneda, obtiene una prima, y desaparece del país. Todos creían que sólo mediaba la depreciación del papel. A nadie se le ocurría que este cambio podía tener también alguna influencia en el valor del oro.

Pero cuando una revolución como la actual tiene lugar en la mayoría de los países más importantes del mundo, se ve el hecho de que el total aumento en la cantidad de moneda fiduciaria puede también causar una reducción en el valor del oro. Como resultado de la competencia del medio circulante artificial la utilidad del oro ha sido relativamente reducida.

Si todos los países hubieran adoptado simultáneamente un papel moneda depreciado en igual grado, y en igual extensión también redujeran la demanda por oro para cubrir las emisiones, entonces la presión en el valor del oro hubiera sido enorme y habríase visto tal vez la paradoja de que el oro cayera tan bajo como el papel con el resultado de que la par del oro se hubiera mantenido.

LA EXCLUSION DEL ORO

Algunos países importadores de oro tomaron medidas contra la demasiada afluencia del metal, prohibiendo su uso como medio de pago y suspendiendo su acuñación.

Esta llamada *gold exclusion policy* es uno de los raros fenómenos de la época.

En Suecia, por ley 8 de febrero de 1916 y varios edictos no puede usarse más moneda que los billetes del Riksbank. Este se fundó en "sus intereses económicos". Su reserva de oro que afines de 1914 ascendía a 108.5 millones de coronas y aún en noviembre de 1915 no excedía de 113.3 al final del mismo año tuvo 124.6 millones y continuó en suba. El Banco se ponía en condiciones de poder convertir sus notas. Pero pidió y obtuvo la abolición de ese compromiso, así como el de acuñar o comprar el oro en barras.

Se atendió a un "interés del Banco" y no al interés público, se dió el último golpe al verdadero régimen del *standard oro*. Cuando se me pidió opinión al respecto por el Banco, mi informe fué que tal disposición debía fundarse en otro criterio más general, más amplio: en la inconveniencia de acumular con exceso medios de pago (el oro) sin un correspondiente aumento en productos, porque ello inflaría los precios con perjuicio de la economía nacional. No admitir más oro del extranjero, a fin de que vinieran en pago productos que el país necesitaba. Así la corona papel valdría más que el oro.

En acuerdo con Noruega y Dinamarca para suspender la acuñación de oro, se evitó que el oro de esos países,—en virtud de la Unión monetaria escandinava—pasara a Suecia, por medio de acuñaciones nuevas; pero asimismo otros países se valieron del oro existente en Noruega y Dinamarca para llevarlo a Suecia. De 1916 a 1918 pasaron 54 millones de coronas de oro escandinavo.

Ese fenómeno obedeció a que el papel moneda de Dinamarca y Noruega perdió valor en relación al oro, como sus cambios lo demuestran. Partiendo de julio 1916 con la cifra índice 100, declinó siempre la cuota, siendo a fines de 1917, de 95.90 para Cristianía y 93.11 para Copenhague. La total entrada de oro de esos países a Suecia llegó a 109.7 millones de coronas.

El Riksbank tuvo que pedir al Gobierno la gestión de un acuerdo que pusiera término a esa corriente de oro. Para no abolir el artículo IX de la Convención escandinava de 1873, se hizo rigurosa la prohibición de exportar oro. Así quedó Suecia con su régimen a papel que tiene un valor superior al oro de otros países. En muchos casos el Riksbank compró, por facilitar operaciones útiles al país, cantidades de oro, pero a menos de la par de su valor en coronas, o sea con premio para el papel.

Pero el error del Banco estuvo en aumentar la circulación interior de papel hasta producir la inflación como en otras partes, a tal punto que después de la guerra se vió que su depreciación era ya mayor que la del oro.

Entonces, cuando el pueblo empezó a pedir la conversión de billetes por oro, el Banco se vió compelido a gestionar se le redimiera de tal obligación. Este pedido se le aprobó el 17 de marzo de 1920, y desde entonces quedó bajo el régimen de papel moneda depreciado. Tal efecto deplorable

tuvo una política que pretendió sostener el papel, a más valor que el oro, pero que provocó luego una continua depreciación interna por los aumentos de emisión. Si se hubieran conocido y respetado los factores determinantes de la inflación, no se hubiera seguido la política de excluir el oro, porque hoy serviría para convertir y sostener la paridad.

Los economistas suecos fueron criticados en el extranjero por apoyar esa política tan frustránea de la exclusión del oro. Pero la culpa no es de ellos sino del Riksbank que desde el principio no tuvo una política monetaria definida cuando adoptó esa medida, y al insistir en ella se mostró incapaz de una administración de la moneda en el sentido de mantener su valor a toda costa alrededor de la par del oro.

Sin embargo, es justo reconocer que después de la adopción de la política excluyente del oro los países beligerantes hicieron grandes demandas de créditos. Eso y el enorme aumento de los gastos públicos dentro del país hizo bastante difícil resistir la continua inflación que no pudo preverse cuando se adoptó la táctica de la exclusión del oro.

Esa política, sin duda, tuvo importante influencia en otros países neutrales y también fué adoptada por Noruega y Dinamarca. Pero los bancos centrales de estos países compraron bastante oro siempre que lo obtuvieron abajo de la par. Estos países, como ya se dijo, tampoco tuvieron éxito en cuanto a conservar al papel su valor adquisitivo inalterable. Desde 1916 la inflación en esos estados fué más violenta que en Suecia.

En Holanda se mantuvo el *standard oro* y sólo el Banco Central tenía facultad de no admitir más metálico cuando ya lo considerara indeseable. El Banco hizo uso de esta facultad en 1916 y la aplicó sólo hasta mediados de 1917.

Durante un período caracterizado por la fuerte baja en el valor del oro, la política de su exclusión se habría justificado de parte de los neutrales si se fundara en una consciente resolución de evitar que su moneda fiduciaria se viera envuelta en esa depreciación. El único medio de evitar que el poder de compra de la moneda papel se hundiera en la misma proporción que el oro, era naturalmente, el evitar la posibilidad de toda conexión entre el papel y el oro. Esto no implicaba de ningún modo abandonar el *standard oro*.

Se podía suponer que la baja en el valor del oro sería temporaria y que la suba volviera tan pronto como las condiciones del mundo se normalizaran. Bajo esta suposición, que se ha confirmado, hubiera sido razonable evitar que la baja del papel acompañara a la del oro hasta su mínimo.

Un interés nacional en la estabilidad del poder adquisitivo de su moneda exigía que se hiciera todo esfuerzo por mantener ese nivel hacia el cual era de esperar que el oro volviera en un tiempo futuro.

Una finalidad tal, sin embargo, no se descubre en la acción de los bancos centrales, y no hubieran podido tampoco alcanzarla, porque ningún país neutral pudo detener el proceso de inflación. La creciente demanda de créditos de los países beligerantes, junto con la anormal exigencia de los gastos públicos del Estado, y una política bancaria que mantenía muy bajo el interés, imponían la necesidad de crear artificiales medios de adquirir en aumentos sucesivos.

Esto produjo la depreciación del papel de los países neutrales, sin perjuicio de la importación de oro, y hubiera ocurrido lo mismo aún si el país hubiera estado siempre cerrado a la libre importación de oro. En realidad la depreciación del papel vino tan rápidamente que su valor cayó más abajo que el del oro.

La depreciación del papel en los países neutrales no se hizo evidente hasta el término de la guerra, cuando el mer-

cado del oro recobró cierta libertad y se pudo apreciar la uniformidad de su valor.

Esto se verá más claramente si consideramos los tipos de cambio. Ya al principio de la guerra el *standard oro* empezó a abandonarse y la moneda de los países neutrales se sujetó a *standard* papel, cotizándose entonces el oro y ciertas monedas papel como la libra y el dólar, arriba de la par. En Stockholm la cota media para la libra (a la par 18.16 coronas) en agosto 1914 fué 18.36. Continuó subiendo hasta marzo de 1915 a 19.43. Después declinó y sólo bajó de la par en setiembre. El dólar, que a la par es=3.73 coronas, se cotizó en agosto del 14 a 3.78, llegó a 4.05 en marzo de 1915. Luego cayó hasta abajo de la par en noviembre.

El fenómeno fué general en los países neutrales hasta que se empezó en ellos a importar oro.

La suba considerable en precios en todos los países neutrales, fué debida a la inflación que separadamente en cada uno se producía. La escasez de mercaderías fué, como hemos visto, hasta cierto punto un factor contribuyente, pero comparativamente en tal período no fué muy pronunciado.

Una reducción en el valor del oro debe evidentemente causar la correspondiente reducción en el valor de un efectivo *standard oro*. Si esa depreciación es expresada en una suba general de precios en el mercado universal, es inútil que un país a patrón oro se oponga a la suba de precios, dentro de sus fronteras.

Esto fué aprovechado en su defensa por los bancos centrales contra la acusación de que ellos forzaban el nivel de los precios inflando la circulación con nuevas emisiones. Algunas veces esos bancos recibían el apoyo de opinión de eco-

nomistas de estrecha visión, incapaces de elevarse a una amplia comprensión de los hechos ocurrentes. Con la experiencia que ahora hemos ganado, la relación entre la depreciación del oro por una parte y la de varias monedas fiduciarias por otra, es bien patente y ya no puede haber duda en cuanto a que el proceso directo de inflación es el responsable de la depreciación de la moneda.

En lo principal, esta depreciación se debe considerar, aún en los neutrales, el resultado de una inflación producida independientemente en cada país. La inmediata responsabilidad recae siempre sobre los bancos centrales respectivos. Pero ha habido también circunstancias que se han atravesado contra la independencia de los bancos centrales, forzándolos a la inflación. Esta presión ha sido relativa, sin embargo, y pudo ser evitada hasta cierto punto si los bancos centrales hubieran usado su influencia sabiamente. Como no lo hicieron, y, al contrario, sostuvieron ardientemente el criterio oficial, que procuraba ocultar al público lo que ocurría, no pueden en realidad excusarse de responsabilidad por la inflación.

LA POLITICA DEL DESCUENTO Y SU EFICIENCIA COMO REGULADORA DEL STANDARD MONETARIO.

La cuestión de la responsabilidad de los bancos centrales en el valor de la moneda, y hasta qué punto está en poder de ellos el regular ese valor, nos lleva a examinar la política del descuento, porque con ella, por la fijación del interés, es como se ha podido siempre mantener un nivel bastante estable en el valor monetario. Otros elementos, como la restricción o facilidad de los créditos complementan esta acción. Durante un siglo la experiencia ha demostrado la eficacia del método.

Como los bancos centrales perdieron durante la guerra todo control sobre el sistema monetario, trataban de exonerarse de toda responsabilidad, y con tal objeto, decían que si bien la antigua teoría era sólida en tiempos normales, el interés del descuento ahora no tenía influencia ni en el aumento de notas circulantes, ni en los precios.

Todavía hoy hablan de que es imposible regular el valor monetario por "medios artificiales".

En estas circunstancias es muy importante sobre todo establecer claramente y con exactitud qué se entiende por política del descuento y su "modus operandi" bajo condiciones normales.

En una sociedad progresiva, el crecimiento constante de la demanda de capitales, debe ser atendido por el ahorro

continuo. Nuevos ahorros se depositan diariamente a la disposición de los que necesitan capital. En esto los bancos sólo actúan como intermediarios. Sólo pueden aumentar los créditos en la proporción de los nuevos depósitos. Sin embargo, los préstamos son dados en papel moneda, para cuya creación no hay límites definidos.

El criterio para una saludable política bancaria entonces, es el de que la cantidad de billetes no aumenta, excepto el caso en que la expansión general económica del país aumente la demanda de medios de pago. Estas demandas varían con las estaciones y con la situación de las industrias.

En ciertos momentos del año la producción aumenta y el volumen de pagos sube igualmente aunque los precios se mantengan inalterados. La provisión de medio circulante debe ajustarse a esa variada demanda. Los bancos, sin embargo, deben cuidar que la cantidad de billetes no sea indebidamente aumentada,—por ejemplo: que los billetes no sean arbitrariamente creados sólo para atender pedidos de capital que no pueden ser atendidos con los depósitos (ahorros) disponibles.

Como guía para esto, aún bajo circunstancias normales, debe haber un índice numérico de la circulación monetaria, que, independientemente de las fluctuaciones estacionales, indique las relativas variaciones en la circulación. Al emplear esos índices debe tenerse en cuenta las alteraciones en las formas de pago, las cuales, sin duda cuando abarcan largos períodos, pueden requerir diversas provisiones de papel moneda.

Regular diariamente los pedidos de capital por los nuevos depósitos, es casi imposible. Debe, pues, haber cierta elasticidad en la interpretación, para que no haya trastornos en la demanda de préstamos. Pero que esa elasticidad

se interprete discretamente con la mayor sujeción posible a la norma técnica.

Si los bancos dan más créditos de lo que económicamente está justificado dentro del principio antedicho, entonces el poder adquisitivo en acción dentro del país es aumentado, sin un correspondiente aumento en la producción adquirible. El resultado fatal es la suba de precios.

Esta conclusión nos lleva a establecer una nueva regla para una política bancaria acertada: **La provisión de crédito debe ser regulada de tal modo que no se produzca por su influencia ni la suba ni la baja de los precios.**

Para atender las demandas de créditos dentro de los límites de los medios disponibles, los bancos deben aplicar interés fijado en vista de tal objeto, pero en su continua observación de las demandas por créditos, deben poder efectuar las necesarias restricciones.

La base de la política general del descuento en todo el sistema bancario de un país es el tipo de interés del descuento en el banco central.

Las demandas de crédito varían en su intensidad. Una política bancaria tendiente a fijar el valor de la moneda, debe ajustar siempre el descuento de modo que limite lo más posible la demanda a los ahorros disponibles. El interés del dinero tiene aquí la misma función que los precios. La función económico-social de los precios es sólo ésta: **procurar en todos los puntos una adecuada restricción de la demanda.** La perfección del sistema de precios, debe, por consiguiente, ser juzgada desde el punto de vista de este objeto final. Tal es particularmente con respeto al tipo del descuento.

Se dice generalmente que los bancos deben adaptar su tipo de descuento al interés corriente del capital. Si toma-

mos eso como una especie de proporción media de utilidad, la afirmación es teóricamente falsa. Por otra parte, es entendido que el interés bancario debe corresponder a la utilidad del último capital invertido que dió ganancias, y entonces la regla es inaplicable. Cualquier tipo de interés que sea mantenido por el banco, la última inversión de capital que puede tenerse en cuenta se verá que produce interés conforme al nivel del tipo bancario y en ello el banco no puede tener guía para su política del tipo de interés.

La única racional y al mismo tiempo prácticamente útil regla para marchar, por consiguiente, es la de que las demandas de capital deben ser limitadas por el tipo de interés de los bancos al monto de los fondos aportados por los ahorros corrientes, de modo que no se cree poder adquisitivo artificial con su acompañamiento de suba de precios.

Bajo circunstancias normales, el valor de la unidad monetaria en un país, que se rige por el patrón oro, es tenido en cierta paridad con el oro por el auxilio del tipo del descuento en el banco central, o, más generalmente, por la limitación del crédito. Que el oro sea la medida del valor de la moneda es la característica del *standard oro*. Así el patrón oro no es más que un patrón papel que, por la acción de una política bancaria apropiada está sostenido en cierta relación fija con el oro. Mediante una apropiada limitación de los créditos, la paridad del papel con el oro puede ser ampliamente mantenida. La paridad exacta puede ser entonces estrictamente asegurada, teniendo los fondos en oro para redimir los billetes. Para este fin los bancos centrales deben tener cierta cantidad de oro en reserva. Pero ninguna reserva de oro en el mundo puede garantir la redención de billetes si una paridad general con el oro no se mantiene por una política adecuada del descuento.

El valor de un *standard oro*, por tanto, está determinado por la escasez de los medios de pago en el país. En este sentido un *standard oro* no difiere de otras formas de moneda. **Un stock de monedas de oro en las cajas de los bancos centrales no posee un misterioso poder de infundir valor al papel.** En general, el valor no es una cualidad inherente a las cosas, sino un fenómeno económico determinado por la escasez en relación a la demanda. El valor de la moneda no se exceptúa de esta regla.

Es por lo tanto **una idea absolutamente falsa considerar el porcentaje de oro que garantiza la emisión de los bancos como un factor esencial para determinar el valor de la moneda.**

La marcha financiera del Estado no tiene en esto ninguna influencia y podría estar en bancarrota sin que la moneda papel desmereciera en valor, siempre que el Gobierno con sus demandas de crédito no fuerce la creación de billetes para atender sus gastos o cree él mismo tal moneda.

Si alguien duda de lo que decimos, que se plantee esta cuestión: ¿Qué otra cosa determina el valor de la moneda?

La gente suele ilusionarse con que en los billetes se dice que se convertirán por un valor dado. Si la depreciación fuera muy poca, la ilusión sería excusable. Pero el que en medio de la desorganización de monedas producida por la guerra todavía crea que el marco, por ejemplo, representa una promesa de pago en oro, demuestra muy poca predisposición para familiarizarse con las realidades de la vida económica. Debemos acostumbrarnos a considerar el papel moneda como una unidad numérica puramente abstracta, cuyo valor está exclusivamente determinado por la escasez de los medios de pago en tal moneda.

La verdad de que el valor de la unidad monetaria en el caso de *standard* papel, está determinado por el control del crédito que ejerzan los bancos centrales, es de fundamental

importancia para formar un juicio exacto, no sólo de lo que ha ocurrido en las esferas monetarias desde que estalló la guerra, sino de lo que debe hacerse para restablecer un sistema monetario sólido. Un conocimiento general y sin reservas de la responsabilidad de los bancos centrales, es la primera condición de la nueva ansiada política monetaria caracterizada por una firmeza de propósito.

Paralelamente a la política del descuento de que hemos hablado, los bancos centrales siguen, en tiempos normales, una política exterior del descuento. El propósito es evitar excesiva extracción de las reservas de oro para el exterior, y en eso se guían por los tipos de cambio de otros países a patrón oro. Cuando los pedidos de oro han aumentado temporalmente, el deseo de defender las reservas inducirá a los bancos a subir la tasa del descuento y pueden ir más lejos de lo que sería necesario si el mantenimiento de una moneda estable en el interior del país fuera lo único tenido en cuenta. La política exterior del descuento puede, pues, perturbar la política interna del descuento.

Pero en general la política exterior del descuento en un país tiene el efecto de mantener su moneda a la par con otros *standards oro* y con el metal oro mismo. Este es el grado de estabilidad, un tanto relativo ciertamente, que puede pretenderse mantener en un *standard oro*. Bajo estas circunstancias es lógico que los bancos centrales hayan dirigido su atención principalmente a una política exterior del descuento que de hecho reclama su interés diariamente.

La administración tiene el hábito de mirar sus funciones desde su aspecto puramente técnico, y como la experiencia lo demuestra, siempre que las condiciones sean normales, consiguen llevar adelante su gestión muy bien sin profundizar en la significación efectiva de la política del descuen-

to. Pero cuando se ve afectada por una tal desorganización como la que aportó la guerra, ese tacto necesariamente se pierde en gran parte.

La actual condición de la política exterior del descuento, ha sido profundamente afectada por la guerra, aun cuando hay considerable exageración en la común creencia de que la tasa del descuento ya no tiene efecto alguno en la regulación de los pagos internacionales.

Cuando la administración de los bancos centrales habla ahora de que la tasa del descuento ha perdido su acción, es probable que piensa principalmente en la perturbación de las condiciones en que actúan sus políticas externas del descuento. Esta es la explicación psicológica del error de criterio tan frecuente en la apreciación de los hechos, que revelan los bancos centrales después de la guerra.

Si miramos más hondo, veremos que lo que fué realmente afectado fué simplemente el mecanismo técnico exterior de la política del descuento, mientras que la parte esencial de su función, la de mantener la moneda en un nivel estable de poder adquisitivo en el país, no perdió la sujeción a la regla preexistente.

Pero esa doctrina de la inefectividad actual de la tasa del descuento tan prontamente aceptada en ciertos países, no es de hecho tan reconocida como sus abogados nos lo quieren hacer creer. En Inglaterra, que es la madre patria de una racional política del descuento, el pueblo tiene una visión más clara de estas cosas, y allí también la efectividad de la tasa del descuento ha sido calurosamente defendida por hombres de posición dirigente. Para todos los esfuerzos, para restaurar unas condiciones monetarias sólidas en el mundo, tal reconocimiento de la efectividad de la política del descuento, como lo he dicho, es condición primordial.

Es cierto que una alteración en las condiciones del descuento se ha producido, en cuanto después de la guerra tenemos que considerar como normales otros tipos de descuentos que aquellos a que estábamos acostumbrados. Pero aún en ese punto ha pasado mucho tiempo para que la mentalidad de las autoridades se adaptara a las nuevas condiciones reales con que ahora tenemos que contar. La guerra causó, naturalmente, una gran escasez de capitales. Y era irracional suponer que el tipo de interés iba a permanecer a igual nivel o exceder muy poco a lo normal en la época anterior de prosperidad.

Los tipos de interés que los varios bancos centrales del mundo aplicaron desde 1914, han presentado un cuadro absolutamente falso de la verdadera situación del mercado de capitales. Aparentemente, el pueblo en su mayor parte supuso que en virtud de misteriosa ley, un interés de 5 % representaría el *standard*, más allá del cual los tipos de interés no se debían dejar subir, aún durante la guerra. El 1.° de agosto de 1914, el Banco de Alemania subió el descuento a 6 % y continuó hasta diciembre del mismo año en que bajó a 5 y así continuó. Es cierto que el Banco de Inglaterra subió a 10 el 1.° de agosto del 14, bajó a 6 el día 6 y a 5 el día 8, y así quedó hasta 1916, en junio, cuando subió a 6. El 18 de enero de 1917 volvió a 5 y 1|2 y el 5 de abril bajó a 5, tipo notoriamente muy bajo, que fué sostenido por dos años y medio, que corresponden a lo más crítico de la guerra y al período de especulación que señaló los primeros días de la paz. Desde noviembre 6 de 1919 se aplicó el 6 % y subió luego a 7 en abril de 1920. Este alto interés se mantuvo hasta abril de 1921, en que se redujo a 6 y 1|2 y sucesivamente a 6 y a 5 hasta 1921.

El Banco de Francia subió a 6 % en 1914 en agosto 1.°, pero bajó a 5 el 21 del mismo mes, rigiendo esa tasa hasta el 8 de abril de 1920, en que subió a 6 %. El 28 de julio del 21 volvió a 5 y 1|2.

En general, en todos los países se mantuvo demasiado bajo el tipo de interés.

La causa de esa débil política del descuento de parte de los bancos centrales está en la vaga noción que sus administradores han tenido de la verdadera importancia del fenómeno monetario que provocaban. También fueron compelidos directa o indirectamente a mantener un tipo bajo de interés para preparar la emisión de empréstitos por parte del Estado. Era el medio de inducir al público a suscribir empréstitos y auxiliar así al Estado. Ello fué un serio factor en el proceso general de la inflación.

Las administraciones bancarias, de hecho, han demostrado a través de documentos la vaguedad de sus ideas.

La suba del interés, comparado con lo acostumbrado antes de la guerra, parece considerable en los casos de Francia e Inglaterra. Pero lo ocurrido en general demuestra que no pueden los tipos de descuento equipararse en todos los países. Obedecen a razones locales, circunstanciales desde luego.

Un tipo más bajo de descuento no implica necesariamente que el interés en general que rige también, sea tan bajo como en otros países que aplican más alto descuento. Una apropiada estimación del tipo general de intereses y de la severidad de restricciones en el crédito que ello significa, presupone un estudio general de los tipos de interés aplicados en cada país y del nivel que representa comparado con las prácticas anteriores a la guerra. En cada país la inflación depende hasta cierto punto de la relación en la cual los tipos de interés estuvieron antes, durante y después de la guerra.

La comparación del tipo de descuento entre dos países no da idea segura respecto de la extensión que asumió la inflación en cada país. Como suele indicarse determinados casos de bajo interés en el descuento bancario como ejem-

plo de que no ha sido acompañado por una inflación violenta y se infiere de ello que la política del descuento no tiene que ver con la inflación, se debe tener presente que esa objeción carece de fuerza, si no se tiene en debida consideración todos los tipos de interés que se aplicaron, así como los varios grados de escasez de capital en los diversos países durante la guerra.

Durante el período de inflación es probable también que la relación entre el tipo de descuento y otros tipos de interés haya sido perturbada. El tipo de descuento y, en general, los tipos de interés para préstamos a corto plazo, pueden haber quedado a un interés relativamente bajo, mientras los préstamos a largo interés pagarán interés muy alto.

Así el margen entre el interés en uno y otro caso se hace más grande y eso corresponde a una variación en el mercado de capitales. El continuo aumento en inflación que inmediatamente se revela en la creación de nueva moneda, ha mantenido el mercado monetario bien suplido, con lo cual el bajo interés para préstamos cortos, se hizo natural. Holanda y, en cierto grado, Suiza también ofrecerían interesante campo al estudio sobre eso.

Durante la guerra se desarrolló una teoría especial para explicar las facilidades de moneda en el mercado, y de esa teoría los bancos centrales se mostraron muy partidarios, porque encontraban en ella un apoyo a sus esfuerzos por presentar el relativamente bajo tipo de interés oficial como reflejo de las condiciones objetivas del mercado de capital. Esa teoría sostuvo que las empresas productivas vendieron sus *stocks* durante la guerra y recibieron dinero por consiguiente, que consideraron más conveniente depositarlo en los bancos o en otra parte para colocarlo a corto plazo. El "surplus" de capital flotante así creado forzaba el interés a corto plazo y hacía imposible a los bancos centrales mantener más alto tipo de interés.

En la forma en que esta teoría ha sido generalmente expuesta, es muy vaga, muy llena de grandes inexactitudes, para ser aceptada, como se plantea. A fin de ilustrar el verdadero significado del fenómeno en cuestión, es conveniente considerar un país que esté aislado de los otros. En tal país la venta de un *stock* no puede ocurrir a menos que un comprador esté pronto dentro del país a responder a la oferta. La moneda que los vendedores obtienen, dejan de tenerla los compradores. Si los compradores han retirado, han absorbido, de la circulación general, es lo natural que ese retiro o absorción se restablezca por los vendedores. En ese caso la provisión de elementos de pago permanece inafectada. Un excedente de medios de pago, de poder adquisitivo, puede sólo surgir si nueva moneda se crea para capacitar a los compradores a adquirir los *stocks* que hay a la venta.

Eso es exactamente lo que ocurrió durante la guerra.

En Alemania, por ejemplo, se creaba papel moneda para el Gobierno y éste compraba cuanto necesitaba con ello. Los vendedores adquirían ese papel y cuando lo pasaban al mercado la moneda apta para préstamos a corto plazo se hacía excesiva y forzaba la baja del descuento bancario.

Es erróneo decir que la venta de productos deja libre un capital. El capital flotante de un país, desde un punto de vista efectivo simplemente, consiste en depósitos de materias primas y semimanufacturadas, animales vivos y mercaderías terminadas en el proceso de la producción. Describir una reducción de esos elementos como un aumento en el capital flotante, es una peligrosa confusión de ideas.

La principal función de la moneda es esa justamente: servir de instrumento para movilizar los productos que representan el capital flotante. Una reducción en este capital flotante sólo debería causar lógicamente una correlativa reducción en la cantidad de monedas.

La noción de que un capital real consumido en el sostenimiento interno de un país aislado, es cambiado allí por un correspondiente monto de dinero, que, por decirlo así, toma el lugar del capital consumido, es absolutamente falsa. Pero se ha extendido por todo el mundo. El caso de Alemania fué el de un país aislado. Examinemos el de Holanda (durante la guerra).

Holanda vendió gran cantidad de productos y recibió oro. El mercado de dinero se llenó y buscaba colocaciones a corto plazo, y bajó el interés. Aún en este caso se trata de una anormal provisión de moneda. La diferencia es que se trata de oro que viene del exterior y que no debe evitarse que venga mientras el país se rija por *standard oro* y no aumente su circulación papel hasta competir con el oro y detener su ingreso.

La verdadera hipótesis en que se basa el argumento que discutimos,—la venta de productos,—demuestra al examinar los hechos, cómo ha sido exagerada. Una completa venta de los productos hubiera significado que todo el proceso industrial de la nación se había detenido y toda nueva producción cesado. Ese no ha sido el caso en ninguna parte. En los países beligerantes, es cierto, algunas ramas de la producción deben haber disminuído considerablemente, pero en compensación de ello otras ramas de la producción adquirieron expansión anormal.

Un industrial o comerciante pudo liquidar sus existencias para asumir una industria de guerra, pero su capital fué inmediatamente invertido en comprar nuevo *stock*, y no hubo reducción en el monto total de productos pertenecientes a la sociedad. Si consideramos el gran desarrollo de las industrias de guerra, notaremos que la apreciación común de la reducción de productos ha sido muy exagerada si se juzga la industria en su totalidad.

Como ya se dijo, la suba del descuento tiene por objeto limitar la demanda de capital, a fin de que se nivele con la

oferta de nuevos ahorros. Sin embargo, esta limitación de demanda no resultará efectiva hasta que el interés por préstamos a largo plazo haya subido también. Surge la cuestión de qué influencia tiene el descuento bancario en los otros intereses.

Claramente el descuento bancario sólo puede ejercer una influencia sobre los empréstitos a largo término, si el interés bancario se mantiene a cierto nivel por un tiempo.

Los colocadores tienen entonces cómo elegir entre invertir su capital a cortos y repetidos plazos o en un largo préstamo y los intereses por estas diferentes formas de préstamos se ajustan una al otro. La conexión entre los intereses por largos y cortos préstamos se estrecha por medio del uso de títulos a largo término como garantía de los préstamos a término corto. El aumento de interés a éstos, baja la cotización de títulos en la bolsa y esa reducción corresponderá aproximadamente al aumento en el interés de préstamos a corto plazo si se espera que rija por algún tiempo.

De esto resulta que una limitación efectiva de la excesiva demanda de capital, sólo puede en general tener lugar aplicando una tasa de descuento más alta por más largo período. Un banco central que realmente desee una restricción de la inusitada demanda de capital debe, por tanto, mantener firmemente un tipo de descuento más alto y debe anunciar de antemano que lo va a hacer. Si hubieran los bancos centrales subido el interés del descuento desde el principio de la guerra, manteniéndolo bastante alto, anunciando que regiría así durante el período de la guerra, hubieran visto seguramente que todos los otros tipos de interés subían muy pronto a un nivel correlativo, con lo cual efectivamente se limitaban las demandas de capital.

Pero en ninguna parte los bancos centrales revelaron esa clara idea de lo que la situación requería. Su política del descuento fué vaga y vacilante y falló en provocar la suba de intereses en los préstamos a largo término como lo re-

querían las circunstancias. Hasta 1915-16 los tipos de descuento fueron bajos. Sólo a fines de 1917 se elevaron hasta 7 %.

El resultado fué como era de esperar, aunque en los países beligerantes el efecto no sea todo atribuible al bajo tipo de descuento. La demanda de fondos por parte de los Gobiernos, provocó la creación de poder adquisitivo artificial, cuya acción fué independiente del tipo de descuento.

Como reguladora de la industria privada, la tasa del descuento en los países beligerantes tuvo cada vez menos influencia, porque la industria, en grado siempre creciente, quedó bajo el control del Estado, y con ello el uso del capital fué regulado por el Estado. No obstante, el bajo tipo de descuento ha tenido importante parte en el sentido de confundir al público respecto a la situación del mercado de capitales, y ha dado apoyo a una administración ansiosa de demostrar al público que existía abundancia de dinero y que no había ningún fenómeno de depreciación.

No es de sorprenderse que un público cuyos razonamientos económicos fueron inculcados en tales doctrinas, se sintiera desorientado cuando al fin descubrió cuán enormemente se había desvalorizado su moneda, y se encontraba frente a esa catástrofe con el problema de restablecer un sistema monetario sano.

La doctrina oficial de que la tasa del descuento no ejercía influencia durante la guerra, por lo anormal de la situación, y que los bancos centrales no podían ejercer el control sobre el movimiento del valor de la moneda, ahora se demuestra desastrosa.

Con las bajas tasas de descuento a que se acostumbraron durante la guerra, los bancos fueron reducidos a completa ineficacia frente al período de especulación que estalló en cuanto se hizo la paz y frente a las irrazonables demandas de capital para fines públicos. La consecuencia fué una in-

flación adicional y una suba de precios muy superior a la causada por la guerra.

Pero esto también produjo el desengaño final de la doctrina oficial, según la que esa suba de precios era simplemente causada por la guerra, debido a la reducción de los productos que la guerra motivaba. El público empezó a darse cuenta de que una nueva depreciación se producía en el valor de la moneda. Todavía hoy, sin embargo, se necesitará un largo período antes de que mucha parte del público alcance a comprender la significación decisiva de la política del descuento para mantener la estabilidad de la moneda.

En los países neutrales la falsa política del descuento tuvo, naturalmente, más directa influencia en el desarrollo de la industria. Cuando el capital puede ser obtenido a bajo interés las fuerzas productivas de la nación se dirigirán en mayor escala hacia la creación de reales capitales nuevos, y la satisfacción de las necesidades del consumo recibirán las provisiones que requieren. El dinero se emplea en nuevos edificios, nuevas industrias, y de tal modo el trabajo y los materiales se mueven fuera de lo normal. El mecanismo por el cual esta conversión de la economía nacional actúa es todo el sistema de los precios.

En consecuencia del muy bajo interés, los créditos concedidos excederán de los ahorros disponibles y así en parte serán basados en moneda artificialmente creada. El aumento de poder adquisitivo nominal fuerza los precios y este aumento produce una restricción de consumo en gran parte de la población que no puede aumentar sus ingresos monetarios en la misma proporción. Cierta suma de fuerzas productivas queda libre a consecuencia de ese hecho y ella se aprovecha para acrecentar la producción de capital real. Este proceso puede observarse en todo período de prospe-

ridad, pero durante la guerra asumió anormales proporciones.

Esta falsa aplicación de las fuerzas de la industria que una débil política del descuento produjo directamente, ha sido grandemente intensificada por la influencia que la atracción del bajo interés ejerció sobre el poder adquisitivo extranjero en los países neutrales. Los pedidos de créditos de los beligerantes fueron naturalmente estimulados por el hecho de que el crédito estaba artificialmente barato. Puede decirse, por cierto, que los beligerantes no hubieran sido desestimulados en sus demandas de créditos por razón de altos intereses. Además, las muy bajas tasas de interés en los países neutrales predisponían al pueblo a conceder crédito a los beligerantes o permitir que los saldos acrecidos quedaran en el exterior.

Esto tuvo naturalmente un efecto de singular importancia en las industrias exportadoras y en la navegación. Un alto tipo de descuento durante los primeros años de la guerra hubiera inducido seguramente a los neutrales exportadores y armadores a limitar sus créditos a los beligerantes.

Un tercer punto que fué indudablemente afectado por las muy bajas tasas del descuento, ha sido la importación de títulos de deuda. Por la compra de los títulos del propio país circulante en los países beligerantes y por la importación de otros, los neutrales colocaron durante la guerra mucho dinero a disposición de los beligerantes. Ese movimiento pudo ser considerablemente restringido si el interés en los países neutrales se hubiera mantenido a más alto porcentaje de lo que fué.

Así no hay duda de que el bajo interés en los países neutrales contribuyó grandemente a acrecentar la cantidad de poder de compra en la moneda papel puesta a disposición de los beligerantes. Como no había aumento positivo de capital real contra ese aumento de moneda, ese poder de com-

pra tenía que causar una suba de precios en la medida en que de él hicieran uso los mercados neutrales. En tal sentido también la débil política del descuento ayudó a forzar el nivel de los precios en los países neutrales. Al mismo tiempo también las fuerzas productivas en estos países fueron dirigidas en una proporción exagerada a producir todo lo que los beligerantes deseaban comprar, así como a aumentar el capital real requerido por tal producción. La satisfacción de la demanda de la población del país fué así restringida a un grado correspondiente. Las contribuciones de los países neutrales al costo de la guerra, fué así procurada forzando de tal modo el costo de la vida.

En todo ese tiempo los bancos centrales de los países neutrales daban las mayores seguridades de que la moneda no se depreciaba y que la suba general de precios era debida a todas las otras causas posibles, y que, en todo caso, los bancos centrales no eran culpables, desde que no tenían medio de ejercer influencia sobre el curso de los eventos.

El doctor Vissering, Presidente del Banco de Holanda, en un artículo de "The Economic Journal" (junio 1917), intentó probar que no existía inflación en Holanda. Al efecto decía que no había existido tanta moneda como para producir la baja del interés en el mercado, cuando él mismo en páginas anteriores revelaba cómo los intereses aplicados por los particulares habían a veces sido forzados a disminuir hasta 1 % y por un corto intervalo hasta 1|2 %, y cómo el Gobierno pudo colocar bonos del Tesoro a 3 y 6 meses a interés de 1.7 hasta 3.9 por ciento. Probó que la Bolsa aceptaba préstamos mensuales a un interés de 2 y 4 por ciento, y que empréstitos a largos plazos fueron en algunos casos reducidos a un interés de 4 1|2 %, y menos.

Si hay algún signo claro de inflación, él debe ser el hecho de que tales tipos de interés pudieran regir cuando había tanta demanda de capital, como lo hemos demostrado. Esta

inflación fué, sin duda, forzada al Banco de Holanda por los ingresos de oro del exterior; pero esto no justifica el negar la inflación. El aumento anormal del *stock* de oro en el Banco, así como del papel circulante y saldos de cuentas corrientes, habrían sido naturalmente un signo de inflación de moneda, según el doctor Vissering, aunque, dice él, a pesar de estos hechos, las consecuencias directas de la inflación,—que en el primer caso serían una suba de precios y baja en el cambio,—no se hubieran presentado.

Vissering niega que una suba general de precios ocurría en Holanda. En los números índices publicados por la Oficina de Estadística, esa afirmación parece un poco dudosa. El promedio comparado con el número 100 para 1913, fué de 149 para 1915 y 234 para 1916,—el año a que se refiere Vissering. Este niega la inflación en otros países también. El dice: "En todos los países el medio circulante aumentó en grado extraordinario, como en Holanda. ¿La moneda fiduciaria ha aumentado los precios en esa proporción? Yo creo que no".

Después de eso sigue un intento de explicar la suba de precios según el criterio usual: aumento de demanda y reducción de la oferta de mercaderías. Observa que algunos artículos, como "ladrillos", por ejemplo, no subieron mucho. Y agrega: "Junto con ese proceso un gran aumento tuvo lugar en la circulación media, que era la más requerida para los pagos al contado. Este factor es enteramente ajeno de los demás y ha tenido muy poca influencia en la suba de precios". Más adelante dice: "Pero si los precios han subido por otras causas y el aumento de la circulación media en sí mismo no implica inflación, ¿por qué habríamos de aceptar la conclusión de que el valor del oro se ha depreciado simplemente porque ahora se precisa más cantidad para adquirir cierta clase de artículos, mientras que otros, al contrario, no han subido de precio o han rebajado por

disminución temporaria de la demanda?" Esta cita será bastante para demostrar el carácter general del concepto de la situación que tenía el Presidente del Banco Holandés en 1917. Un estudio más detenido de ese documento hace descubrir muchos puntos obscuros. El último informe sobre el problema monetario después de 1914 que el doctor Vissering presentó en su discurso inaugural de la conferencia de Bruselas, contribuyó mucho a aclarar la cuestión.

En su informe anual el Directorio del Banco Nacional de Dinamarca, ha señalado repetidas veces las extraordinarias condiciones de las esferas monetarias. En el *report* de 1917 hace notar la manía de especulación que, especialmente en el verano de 1916, se desarrolló, a pesar de las sanas advertencias, sobre compra y venta de propiedades y tierras a elevados precios y sobre el alto costo de la vida. Sin embargo, en todo el año el descuento del banco estuvo a 5 % y el redescuento a los bancos particulares rigió a 1|2 % menos, o sea a 4 y 1|2. El Banco, sin embargo, rechaza toda conexión entre esa política y sus efectos.

"La consecuencia de la escasez de mercaderías y la abundancia de moneda cristaliza en suba de precios y alto costo de la vida. Ningún país del mundo ha podido eludir ese efecto." Asi dice el *report*, y continúa: "El crédito que el Banco ha tenido que conceder al exterior o el oro que ha importado, le ha sido forzoso conforme a la extensión inevitable del excedente de exportación sobre la importación, y el Banco no hubiera tenido derecho, aunque pudiera hacerlo, para negar su cooperación en este ajuste de la balanza de pagos de la nación. El alto costo de la vida esencialmente producido por las causas mencionadas, ha motivado un aumento en la cantidad de billetes: este aumento, por tanto, en el caso de Dinamarca, es, estrictamente hablando, un efecto y no una causa del alto costo de la vida".

En el informe de 1918, se menciona la abundancia de moneda que se considera, en parte, debida a la realización de *stocks* comerciales y ganado, combinados con la imposibilidad de obtener por la importación de mercaderías la renovación de *stocks* que el comercio normal requiere.

Que la venta al exterior debía traducirse en aumento de los saldos favorables en el extranjero, es bien natural. Pero por qué habría, a consecuencia de eso, de ser necesario aumentar la emisión de billetes, no está claro. El Banco dice que se vió compelido a conceder créditos en el extranjero; pero la demanda de créditos al país ¿no fué estimulada considerablemente por el irrazonable tipo de descuento de 5 y 4 y 1|2 % en 1917 y 18, a pesar de la anormal escasez de capital?

La verdadera explicación es que en Dinamarca como en todas partes, el pueblo estaba tan ciego por la abundancia de moneda, que no pudo comprender la existencia de una simultánea falta de capitales.

En el informe de 1918, se agrega esto: "La especulación en la Bolsa ha continuado indeclinable y la anormal adquisición de propiedad territorial ha aumentado... la abundancia de dinero se reveló en el monto de acciones emitidas, que durante el año ascendieron a 400 millones de coronas... Que todo este dinero hubiera sido bien empleado cuando la paz modificara la situación, es bien dudoso; y el Banco ha pensado si la suba del descuento no hubiera sido apropiada como medio de restringir la excesiva emisión de acciones. Pero había importantes razones en oposición. Porque aún cuando era innegable que la suba del descuento habría al menos sido una advertencia para no ir muy lejos (en Suecia y Noruega el descuento subió con este fin, entre otros), aún así sus resultados efectivos habrían sido muy dudosos, si la suba del interés no se llevaba a tal altura hasta perjudicar legítimos negocios (por ejemplo, cons-

trucción de edificios nuevos). Escasez de moneda no existía, más bien el caso era de abundancia,—y por consiguiente la tasa del descuento se mantuvo como en la mayoría de los países europeos."

La referencia a los bajos tipos de descuento de los otros países da la impresión de que esos tipos son considerados como la verdadera expresión de las cosas. La indicación de las "legítimas" demandas de los negocios es característica. Cuando en todo tiempo durante la guerra se ha hablado de limitar créditos, se dice que es para cortar la especulación. Nunca se les ocurre que el objeto de la limitación es simplemente evitar la demanda de fondos para crear real capital. El aumento del descuento en un país neutral sería sólo aplicado a restringir la producción con propósitos de exportación, reducir la expansión de las construcciones relacionadas con eso mismo, y, en general, limitando las demandas de capitál a lo que el pueblo aporta, al monto del ahorro nacional.

El 2 de enero de 1919 el Banco Nacional de Dinamarca aumentó el descuento,—que era 5 desde 1915,—a 5 y 1|2. En la memoria del año se dice al respecto: "No era de esperarse que la especulación se detuviera, que el consumo se alterara y los precios se redujeran, aumentando el descuento. En tiempos como éstos en general la pequeña diferencia en el descuento no es suficiente para influir en las violentas fluctuaciones de los negocios del mundo y las poderosas influencias mecánicas de la oferta y la demanda. El público ha comprendido esto así en todas partes durante la guerra y ha obrado con tal criterio en vista".

En 1920, las circunstancias al fin obligaron al Banco a subir hasta 7 % (el 17 de abril). En el informe del año se declara al respecto que el método es dudoso y que "debe

tenerse en cuenta las dificultades causadas a los bancos de ahorros y otras instituciones por un alto tipo de descuento, la baja en el mercado de títulos, la obstrucción a las construcciones y a otras importantes fuentes de subsistencia. Otra vez en el *report* de 1921 el Banco mantiene su teoría: "Es nuestra opinión ahora, como lo fué durante la guerra, que el descuento no tiene la misma influencia en la vida industrial que en otro tiempo, porque las variaciones en los cambios y precios han sido estos años tan grandes que el interés del descuento no los afecta".

Es cierto que el Banco no puso interés en desenredar la madeja de circunstancias que afectan al mecanismo de la moneda y más bien expresó la opinión de que el carácter complicado de la situación hacía tal obra irrealizable. En 1917, dijo: "No podemos controlar las condiciones particularmente complicadas y kaleidoscópicas discutidas". En 1920 dice: "Ninguna conclusión directa puede derivarse de la relación entre la circulación de billetes y el tipo de descuento, de los cambios y del nivel de precios,—en un sentido o en otro. Ellos están sin duda correlacionados, pero en qué secuencia y cuán poderosamente se influyen uno al otro, parece, — como en el caso de todo fenómeno económico complicado, — prácticamente imposible de determinar".

Si todos hubieran quedado satisfechos con tal espíritu de resignación, ¿dónde estaríamos hoy en punto a conocimiento de la revolución monetaria después de 1914?

El Banco de Noruega en su *report* de 1916 expresa que la insana especulación habría llegado a su extremo en ese año. Luego dice que el total de préstamos del Banco ascendió a más del doble que en el año anterior,—1,217.3 millones de coronas en 1916, contra 573.5 en 1915. En seguida

expresa: "Este considerable aumento en los negocios del Banco no debe mirarse sólo como una consecuencia de la expansión industrial, sino también en la suba general de precios, combinado con el hecho de que la venta de mercaderías, importadas y exportadas, es ahora efectuada en el mayor grado al contado. Además, las extraordinarias medidas adoptadas para preservar nuestra neutralidad tiene parte importante en el caso".

El Directorio del Banco de Noruega parece no haber comprendido que lo ocurrido era una gran depreciación en el valor de la unidad monetaria en Noruega. Todavía menos parece comprender el Directorio que esta depreciación podía tener cierta relación con la política del descuento, que consideró lo más adecuado en tal período crítico reducir el descuento a 4 1|2 %, desde mayo a octubre de 1916.

En Suecia también el conjunto de bajo interés, permitió a la demanda de capital exceder lejos los ahorros disponibles. El capital fué solicitado en escala sin precedentes, para el interior y para el extranjero. Desde que los ahorros normales no pudieron satisfacer estas demandas de capital, se creó un artificial poder adquisitivo, por medio de emisión de papel moneda. En gran escala se hizo para dar créditos al extranjero. A vanguardia de estos créditos estuvo el Banco del Estado: su haber en cambios extranjeros fué aumentado en anormales proporciones en 1915-16. Ese renglón que en el promedio de 1913 ascendía a 98.8 millones de coronas, había llegado el 31 de diciembre de 1915 a 178.5 millones y el 31 de agosto de 1916, llegó al máximum con 236.4 millones.

Al mismo tiempo el total de los préstamos internos bajó de 139.4 a 58.5 millones. Si tomamos el 31 de agosto del año 13 tenemos que las letras sobre el exterior, subieron de 92.5 a 232.4 millones en 1916, mientras que los préstamos internos fueron de 134.2 a 58.5. Así, comprando valores extranjeros

en tan gran escala, el Banco creó tal cantidad de medios d pago en moneda de Suecia, que el mercado interno qued bien suplido sin recurrir al Banco, aún en escala norma por préstamos y descuentos. La circulación fiduciaria au mentó así de 214.5 millones el último día de agosto de 191 a 345.5 millones en 1916 el mismo día.

Al mismo tiempo el monto de los créditos de los banco privados al exterior, asumieron grande escala. Los crédito y letras en el extranjero revelaban siempre un promedi anual a favor del exterior, pero después de estallar la gue rra, esos créditos pronto se ampliaron enormemente hast llegar a 467.1 millones de coronas en 1918. Si calculamos saldo del Riskbank del mismo modo,—es decir, excluyend títulos de deuda de gobiernos extranjeros,—notamos que total de los créditos en el exterior a favor de los banco de Suecia, que en 1913 ascendían a 69.8 millones, llegaro en 1919 a un total de 609 millones.

El poder de compra de la moneda de Suecia, que fué d ese modo puesto a disposición de los países extranjeros, di una falsa dirección al conjunto de la vida industrial d país. Las fuerzas productivas de éste fueron aplicadas servir los pedidos extranjeros en un grado excesivo y provisión de artículos para el propio país fué descuidad Ya sabemos el resultado.

El bajo tipo de descuento contribuyó, sin duda, a la ex pansión anormal de los créditos al extranjero. Por eso y po la influencia directa en la orientación dada a la industri el bajo descuento creó artificiales condiciones de prosper dad, caracterizadas por una gran suba de precios y cons cuente violenta especulación, combinada con inmensa ex pansión industrial, calculada para responder a los pedid anormales del período de guerra, sin pensar en cuál ser el movimiento estable cuando se volviera a la normalida de la paz. Mientras este período de expansión continu

años tras año y reveló más y más serios síntomas, el Banco del Estado estableció un bajo descuento, rechazó toda responsabilidad por lo que pudiera ocurrir, declaró que la política del descuento había perdido toda eficacia, buscó toda suerte de posibles e imposibles explicaciones para la suba de precios e insistió en su favorita fórmula de que la situación era tan anormal y tan complicada, que, estrictamente hablando, nadie podía conocer nada acerca de ella y que, de cualquier modo, el Banco nada podía hacer.

Ya en 1915 notamos que el Presidente del Banco, Mr. Moll, decía en un artículo que no creía que "la suba del interés podía detener la importación de valores de renta suecos que se producía. Es una antigua experiencia,—decía,—que la cotización de valores industriales, y aún de títulos, es insensible a las alteraciones del descuento bancario. Que las cotizaciones iban a sentir la influencia de la suba del descuento menos en estas circunstancias que en otras, es un hecho reconocido". Con la luz de la experiencia actual es evidente que tal idea es absolutamente falsa.

Más adelante, en el mismo artículo, Mr. Moll dice: "Estrechar el resorte del descuento, ya no tiene efecto exterior: sólo hace restringir el crédito en el país." Es justamente este hecho de limitar el crédito interior lo que era desgraciadamente necesario y no hubiera fallado en ejercer su influencia al exterior también.

En su artículo "El Banco del Estado y el alto costo de la vida" (1917), que es una réplica a mi libro "El costo de la vida y el exceso de emisión", Mr. Moll trata de librar al Banco del cargo de haber producido el alto costo de la vida, creando superfluo poder de compra, y para ello emplea un método de apilar en el más confuso orden todos los factores posibles que se pudiera suponer con influencia en los precios y explica que "se debe tener en cuenta las complejas condiciones que continuamente afectan los precios...

Que un aumento en la circulación de billetes, puede producir un aumento de precios es obvio, pero igualmente lo es que una suba de precios puede motivar un aumento de circulación". Los factores independientes que Mr. Moll desea tengamos en cuenta son: "las variaciones generales en las condiciones de la producción y la escasez de artículos que influye en los precios, y las dificultades de transporte que se interponen en el camino del ajuste de precios entre diferentes países." Y continúa: "En todo país las mercaderías importadas se hacen más y más escasas y esto inevitablemente causa aumento de precios. Así en importantes esferas de la vida económica existe,—además de la moneda,—factores tendientes a la suba de precios. Estos, además, afectan las esferas más próximas, de acuerdo con el principio del tornillo sin fin, no en igual proporción, pero con un poder irresistible, actuando en la suba de precios. "Los factores contribuyentes,—sigue,—en este complicado proceso, incluso los billetes del Riksbank, dependen unos de otros y obran en el proceso como en conjunto... Hemos recibido como un choque la ola internacional de precios que el Riksbank no pudo resistir".

Mr. Moll siempre vuelve sobre su punto favorito, a saber, que el papel moneda de Suecia depende del oro. Ya he demostrado cuán corto fué el período en que esta dependencia realmente existió como razón para la suba de precios. La depreciación del billete de Suecia durante la primera parte de la guerra, no se explica por esta dependencia del oro. Menos aún tal dependencia puede excusar la enorme inflación que siguió a la exclusión del oro y que actualmente llevó a la corona abajo de la par.

En el mismo artículo se dice que el Banco acordó ciertas medidas con los bancos centrales de Noruega y Dinamarca respecto a la política del descuento. Sobre esto dice: "E

objeto de aumentar el descuento es, naturalmente, reducir la circulación monetaria. Pero el público es de opinión unánime que la suba en tales circunstancias no tendría ese efecto, por razón de que en los cálculos de los negocios la cuestión del interés juega una parte mucho menos importante de lo que sería en normales condiciones... No tendría ningún efecto en la concesión de créditos al exterior... Igualmente un tanto por ciento más alto habría tenido poco poder para evitar la importación de títulos. En esta clase de transacciones también el público cuenta con tal margen de utilidad que el descuento en vigor para el futuro no es un factor decisivo. Por otra parte, un aumento del interés hubiera resultado un aumento en las cargas sobre el pueblo, donde éste depende del crédito y donde no alcanzaban a favorecer los beneficios de la situación de guerra. Por todo esto los banqueros de los países escandinavos, no consideraron conveniente alzar el descuento".

Nadie duda hoy de que los bancos centrales escandinavos estuvieron equivocados en esta materia. No puede haber cuestión en cuanto a que si el Riksbank hubiera fijado un alto descuento y hubiera anunciado que lo mantendría durante toda la guerra, o mientras existiera una tendencia al aumento de circulación, el valor del billete se hubiera mantenido mucho mejor de lo que ha sido. Siempre hay, por cierto, casos de demandas de capital en los cuales un moderado aumento no tiene efecto, pero hay *innumerables casos* que están en la línea limítrofe y en ellos el descuento tiene su efecto. A este respecto el descuento es como cualquier precio. No es razonable suponer que un aumento de precios no será un medio efectivo de limitar la demanda por un artículo porque hay personas ricas que no se preocupan de lo que el artículo cuesta. Y es una política extremadamente peligrosa,—como la experiencia ya debía haberlo enseñado a todos,—el procurar tener el precio más bajo del

nivel que la situación exige, por consideración hacia los que serían forzados por una suba de precios a restringir sus compras.

Sería muy de temer que la masa de valores extranjeros en las manos del Riksbank le produzca grandes pérdidas, si continuara la depreciación de la moneda extranjera, y en mi libro citado yo advierto esto, así como lo inconveniente de no publicar el tipo de cambio al cual esos valores entraron en sus libros. A esto Mr. Moll replica que el Banco nunca tuvo la práctica de publicar tales cifras y dice: "La presente coyuntura es la menos favorable para alterar esa práctica. Grandes sumas de esas monedas se inscribieron durante la guerra. En el Riksbank se tiene la opinión de que al fin de la guerra las sumas borradas lo probarán suficientemente. Mr. Moll sostiene que con esto él ha colocado "mis principales cargos contra el Riksbank a la luz en que aparecen, juzgados desde un punto de vista práctico". Precisamente cuán prácticos estos puntos de vista eran, es lo que cualquiera puede hoy apreciar por sí mismo en presencia de todos los perjuicios económicos que la inflación produjo al país.

Si alguien considera que este argumento es llevado demasiado lejos, de todos modos las pérdidas sin precedentes que el propio Riksbank ha sufrido con sus monedas extranjeras, ofrecerá sin duda una prueba impresionante de que el criterio práctico demostrado por la administración del Riksbank no fué más luminoso que su teórica visión. Entre los detalles de gastos que registra la institución se encontrará un renglón "gastos de asuntos en el extranjero y depreciación de monedas extranjeras". Bajo ese título se han anotado estas sumas: 1918: 13.3 millones de coronas; 1919: 15.8 ídem; 1920: 45.4 ídem; 1921: 12.9 ídem. Total 87.4 millones.

Además de esto, aparece en las cuentas de 1920—"Depreciación de títulos, etc."—una suma de 10.5 millones de coronas. No estuve, pues, injustificado del todo en mi pedido cuando el 2 de octubre de 1916 indiqué un inmediato inventario del activo, y puede seguramente decirse que hubiera sido muy ventajoso, no sólo para el país sino también para el Banco, si la seria advertencia hecha por mí sobre la cuestión de las monedas extranjeras adquiridas y guardadas por el Banco, hubiera inducido al Parlamento a efectuar un público examen de la situación.

LAS TASAS DE CAMBIO

Las grandes variaciones en el valor intrínseco de las diversas monedas fiduciarias han causado necesariamente una completa desorganización en las tasas de cambios. Rotos los antiguos vínculos entre las diferentes unidades monetarias, las relaciones entre sus valores, que estábamos acostumbrados a considerar como definitivas e invariables, se sustituyeron por otras muy distintas, que, a su vez, cambiaron día por día. En realidad, el comercio mundial tiene que contar ahora con un número de sistemas fiduciarios independientes uno de otro y cada uno de ellos modificando de continuo su valor, en tanto que sus recíprocas tasas de cambio aparecen como carentes de una base firme.

Es natural que ese cambio tan radical en las condiciones familiares del comercio de monedas produjera excepcional confusión en el público. La experiencia práctica resultaba inaplicable y las normas antes conocidas para explicar las tasas de cambios no eran adecuadas para las nuevas condiciones. El público procuraba, naturalmente, en lo posible, adherir a la idea de que se trataba sólo de perturbaciones transitorias y que los tipos de cambio volverían inevitablemente a su antiguo nivel, tan pronto como los factores de perturbación desaparecieran. Pero cuando el curso de los hechos obligó a reflexionar sobre la veracidad problemática de este punto de vista, se impuso el concepto de que el sistema monetario del mundo estaba en pleno caos.

Las discusiones que en todo el mundo se han hecho públicas sobre las variaciones en los tipos de cambios, y las explicaciones dadas, desde que estalló la guerra, se han caracterizado principalmente por una señalada falta de claridad respecto a la cuestión de saber qué es lo que en realidad determina el tipo de cambio entre dos sistemas fiduciarios independientes.

El público ha acusado a las variaciones entre la oferta y la demanda; pero nunca concibió la verdadera noción del problema, por la simple razón de que no comprendió, o no quiso comprender, que el verdadero objeto de esta oferta y demanda,—el objeto comprado y vendido,—era en sí mismo algo diferente de lo que fué antes. **Si una mercadería desciende al tercio de su valor antiguo porque su calidad se ha deteriorado a ese extremo, no debe buscarse la razón de tal baja de precio en las variaciones de la oferta y la demanda.**

Pero cuando se trata de la moneda, el público insiste con increíble tenacidad en la idea de que una corona es todavía una corona y una libra es una libra, cualquiera sea el valor de la moneda en cuestión. Ha sido esta idea lo que, principalmente, ha impedido al público el percibir la verdad en cuanto al motivo de la dislocación de los cambios. La primera cuestión que tenemos que desenredar para tener una idea clara del problema de los cambios, que nos ha legado la guerra, es esta: "**Cuál es la principal razón para que una moneda extranjera sea solicitada en compra, y qué efecto tiene una alteración en el valor intrínseco de esa moneda sobre la demanda de la misma**".

Al plantearme tal cuestión, me sugirió este argumento: Nuestro deseo de pagar cierto precio por moneda extranjera debe en definitiva y esencialmente obedecer al hecho de que esa moneda posee un poder adquisitivo contra mercaderías y servicios en tal país extranjero. Por otra parte,

cuando ofrecemos tanto o cuanto de nuestra moneda, lo que ofrecemos es un poder de compra contra mercaderías y servicios en nuestro país. Nuestra valuación de una moneda extranjera en términos de la nuestra, por consiguiente, depende del relativo poder de compra de las dos monedas en sus respectivos países.

Aquí está, pues, el primero y más elemental terreno, en el cual los tipos de cambio entre dos países se determinan. Pero esto no es bastante. Presenta una solución del problema de los cambios, sólo en su primero y tosco aspecto, aproximativo. La posesión de moneda extranjera no implica que uno tenga dentro de su país directa disposición sobre aquellas mercaderías y servicios que pueden ser comprados por tal moneda en el extranjero. El medio de tener tal poder de disponibilidad, ofrecería varias dificultades que no pueden sino afectar la valuación de la moneda extranjera. Aún bajo las condiciones más estables que se obtenían antes de la guerra, podría haber sucedido que cierta moneda, después de haber sido cambiada a los tipos de cambio corrientes, tuviera mayor poder adquisitivo en un país que en otro y así el tipo de cambio no sería una exacta indicación del valor intrínseco de las diferentes monedas.

Como será más ampliamente explicado en el siguiente examen del asunto, las diferencias entre las situaciones económicas de dos países, particularmente con respecto a transportes y aduanas, puede desviar las normales tasas de cambio en cierta extensión, relativamente al cociente del intrínseco poder de compra de las monedas. En vista de la complicada naturaleza del problema es difícil calcular este tipo de cambio teóricamente.

Pero, sin embargo, dado un normal comercio libre entre dos países A y B, cierto tipo de cambio se establecerá por

sí mismo entre ellos, y, aparte de ligeras fluctuaciones, este tipo permanecerá inalterable, mientras no ocurran alteraciones en el poder adquisitivo de una u otra moneda y no se opongan obstáculos en la vía del comercio. Si ocurre una inflación en la moneda del país A y se reduce, naturalmente, el poder de compra de su moneda, el valor de la moneda A en el país B, bajará necesariamente en análoga proporción. Pero si al mismo tiempo la moneda del país B sufre inflación y su poder adquisitivo decae, la valuación de la moneda de A en B subirá, como consecuencia, en igual grado.

Si, por ejemplo, la inflación en A ha alcanzado la proporción de 320 a 100 y la inflación en B está en 240 a 100, el nuevo tipo de cambio (tomando la cotización de la moneda de A en la de B) será tres cuartos de la antigua tasa. De aquí la siguiente regla: **Cuando dos sistemas de moneda fiduciaria han sufrido inflación, la tasa normal de cambio será igual a la antigua tasa multiplicada por el cociente del grado de inflación en un país y en el otro.** Se producirán siempre desviaciones de ese tipo normal, naturalmente, y durante los períodos de transición estas variaciones pueden ser grandes; pero la tasa que ha sido calculada por ese método, puede ser considerada como la nueva paridad entre ambas monedas, el punto de equilibrio hacia el cual, a pesar de las temporarias fluctuaciones, los tipos de cambio tendrán siempre. A esta paridad le llamo la "paridad del poder adquisitivo".

Debido a la excesiva cantidad de medios de pago, el poder adquisitivo de los diversos sistemas fiduciarios durante la guerra se redujo enormemente, aunque en proporciones distintas. En consecuencia, la paridad del poder de compra ha sufrido considerables variaciones, y es ahora enteramente diferente de la paridad que tenían antes de la guerra. Si juzgamos el problema de los cambios desde ese punto de

vista, ya no habrá razón para creer que los cambios mundiales volverán a su antigua par. Aquella par ha perdido de hecho su significación; sólo tiene ahora, preeminentemente, un interés histórico, y no puede por más tiempo ser considerada como normal. Las continuas referencias que se hacen hacia ella son más bien un serio obstáculo en la vía de un claro entendimiento sobre lo que en realidad ha sucedido con las monedas en el mundo.

Es de la mayor importancia, teórica y prácticamente, que nos familiaricemos con el hecho de que las actuales tasas normales de cambio son algo completamente distinto de lo que antes conceptuábamos como normal. En el sistema de papel moneda actualmente en vigor, las tasas normales son determinadas por la paridad del poder de compra.

Tal fué la simple expresión del significado de "la paridad del poder adquisitivo" y de lo que representa en las actuales condiciones monetarias, según lo expliqué en mi primer Memorándum a la Liga de las Naciones.

Es importante observar que la paridad del poder de compra está aquí calculada sobre una base de baja en el valor de la moneda desde 1914. En consecuencia, salimos de una tasa de cambio que existía con cierto equilibrio en el comercio internacional,—y que en su tiempo fué normal. De tal tipo de cambio pasamos al que ahora debe ser considerado como normal, teniendo en cuenta el grado de depreciación que el valor de la unidad monetaria ha sufrido en cada país. Para ser exactos al juzgar este punto debemos suponer que no se han producido otros cambios. Esto es: si en cada país los precios no están alterados en su relación recíproca, y sólo han experimentado un aumento común, entonces nada se opone a que supongamos que el balance de su comercio no se ha alterado. El equilibrio de los cambios,

entonces, debe haber sido dislocado en la forma demostrada por la depreciación de la moneda en cada país.

Si, por otra parte, los diferentes precios se han alterado en un país con relación a los del otro, esta circunstancia puede haber causado alguna perturbación en el equilibrio del intercambio comercial, afectando, a su vez, el equilibrio del cambio monetario. Sin embargo, la depreciación de la moneda que se ha producido después de la guerra, ha sido tan enorme y ha alcanzado tal trascendencia en ciertos países, que la dislocación de los cambios causada por tal concepto tiene la máxima importancia. Estamos, pues, justificados al tomar en primer lugar en cuenta sólo este aspecto, esto es, calculando la nueva paridad del poder de compra solamente con la base de la depreciación monetaria de los distintos países. Esta paridad representa en todos los casos, *grosso modo*, el nuevo equilibrio de los cambios, y lo correcto e inevitable es determinar primero tal equilibrio y luego tomar en consideración las desviaciones posibles, causadas por otros factores extraños a la depreciación de la moneda.

Una vez admitido el concepto de la paridad del poder adquisitivo, ha surgido cierta inclinación a simplificar aún más el problema de los cambios. El público quiere establecer por medios directos el cociente del poder de compra de la moneda en los respectivos países, y considerar ese cociente como el nivel normal de las tasas de los cambios. Pero el problema no es tan simple. Sólo cuando se conoce el tipo de cambio que representa cierto equilibrio, es cuando se puede calcular el tipo que representa ese mismo equilibrio, frente a una alteración del valor en la unidad monetaria de dos países. Es natural que los tipos de cambio que prevalecieron durante el régimen del patrón oro, antes de la guerra, evidentemente correspondieron en absoluto a cierto general equilibrio en el comercio internacional. Si

suponemos que este equilibrio no ha sido alterado,—o que no lo ha sido al extremo de afectar los cambios,—entonces, con la base de los tipos de cambio que rigieron antes de la guerra, y con nuestro conocimiento del grado de inflación de los diferentes sistemas fiduciarios, podemos calcular la paridad del poder de compra, que debe ser tomada como cambio normal entre las monedas papel de nuestros días. Así es cómo he procedido al representarme la teoría de la paridad del poder de compra.

Es evidente que el tipo de cambio entre dos países tiene que fijarse de acuerdo con el nivel de precios en cada país, a fin de que cierta proporción de comercio entre ellos sea posible. Esta sentencia es en sí misma útil. Ella pone en claro que el comercio entre dos países no puede, como se imagina frecuentemente, ser anulado y aun dificultado por causa de que el nivel de precios en uno de los países sea alto. Esa desventaja es invariablemente compensada por una baja proporcional del cambio de tal país en los valores internacionales. A la inversa, se sigue de esto que un país no puede acrecer su poder de competencia en otros rebajando su nivel general de precios. Porque esta baja del nivel de precios simplemente significa aumento en el valor de la moneda en el país y eso será seguido por un correspondiente aumento en el valor internacional de la moneda en cuestión. Ello implica una caída, una reducción, en el valor de la moneda fiduciaria extranjera en cuanto se refiere a la moneda del país en que se ha valorizado.

Así es evidente que la baja del nivel de precios no producirá ningún aumento en el poder de competencia en los mercados extranjeros. Sin embargo, una alteración en el nivel de precios puede dificultar la exportación (o estimularla, según el caso) en el intervalo que transcurra, tal vez,

para que el tipo de cambio haya tenido tiempo de adaptarse a ese nuevo nivel de precios. Pero entonces es una cuestión de falta de ajuste entre el tipo de cambio y la paridad del poder de compra,—un punto hacia el cual volveremos más adelante.

La clásica doctrina de que el cambio internacional de mercaderías estaba determinado por el relativo costo de producción, aparece particularmente simple,—cuando consideramos el comercio entre dos países, cada uno de los cuales con su independiente sistema de moneda fiduciaria,—desde el punto de vista que acabamos de establecer. De cualquier modo que el nivel del costo de producción en los dos países pueda modificarse, el tipo de cambio entre ellos se ajustará siempre de modo de hacer posible un comercio de mercaderías recíproco. Un país, por tanto, no puede ser, con respecto a su potencia competidora en mercados extranjeros, inferior en todas las esferas, como tampoco puede serlo superior en todas.

Al juzgar el valor de la moneda de un país en otro, no se apreciará solamente por los precios comerciales, sino también por el tipo de salarios. El extranjero puede comprar trabajo por la moneda en cuestión, como, por ejemplo, adquiriendo en ese país la materia prima. Pero si el país utiliza materia prima propia para sus productos de exportación, el valor de éstos representa, en extensión considerable, trabajo invertido en ellos. El nivel de salarios en el país, por lo tanto, es siempre un factor muy importante,—en general, predominante,—para determinar el valor internacional de la moneda fiduciaria del país. Este punto es particularmente de gran importancia para la política obrera. Es de muy poca utilidad forzar la elevación del salario nominal si al propio tiempo, con ello, se opera una correspondiente reducción en el valor internacional de la moneda. Porque esto implica una suba proporcional en los precios

de todas las mercaderías importadas que consumen las clases trabajadoras. A este respecto los últimos pocos años han ofrecido experiencias notorias.

Una importante consecuencia de la doctrina según la cual los cambios dependen de la paridad del poder de compra, es también esta: que la suba de precios en un país nunca puede causar una elevación de precios en el nuestro. La suba de precios en el país extranjero se compensa valorando su moneda a menor tipo. Naturalmente que esto sólo ocurre en la suposición de que la moneda de nuestro país no esté al mismo tiempo depreciada. Si su valor no se ha alterado, entonces una inflación en el país extranjero se expresará simplemente en una baja del valor del cambio de esos países.

Muchas insensateces se han escrito a este respecto. En particular, ha sido tema favorito de los bancos centrales hablar de que una suba general de precios en el exterior ha sido un factor cuya irresistible presión ha forzado la suba de precios igualmente en los respectivos países también. El público se acostumbró a oir que una "ola internacional" de suba de precios invadía todos los países y se hizo a la idea de que era algo inevitable, y bajo esa protección los bancos centrales quedaban libres de toda responsabilidad por el valor de sus respectivos billetes. No puede haber duda en cuanto a que la idea de la inevitabilidad de los movimientos internacionales de precios ha tenido real influencia y ha contribuído al fenómeno de que la suba de precios pasara de un país a otro. Pero también no cabe dudar de que hubiera sido esencialmente posible evitar, resistir, estas influencias, en el nivel de precios de un país, por una estable y bien determinada política monetaria que claramente reconociera la fundamental verdad de que un país con inde-

pendiente *standard papel es el único responsable por el poder adquisitivo interno de su moneda.*

Muy naturalmente, la revolución, política y económica, ocurrida después de 1914, alteró hasta cierto punto el equilibrio del comercio entre los países, y es posible, por consecuencia, que cierta dislocación en los tipos de cambio habría ocurrido aún si la inflación hubiera sido igual en todos los países. La paridad del poder de compra que ahora se calcula sobre la base del equilibrio del comercio internacional que existía en 1914, no puede, desde luego, según se dijo antes, ser siempre absolutamente exacta. Si se hubiera podido hacer una paz que, en esencia, restaurara la producción y el comercio de Europa en la medida de lo que fué antes de la guerra, las condiciones para el intercambio de mercaderías no hubieran sido alteradas probablemente en tal proporción que causaran tan grande perturbación en los cambios. Pero la base de todo cálculo no puede ser otra que la paridad del poder adquisitivo de la moneda.

Para ello es preciso tener exacta idea de la inflación. Lo que ya se dijo respecto a la importancia de un método uniforme para calcular las subas de precios en los diferentes países, y la urgencia en tener informes fidedignos del movimiento de precios, publicados al fin de cada mes, se hace más patente cuando vemos que esos informes son apenas aproximados medios de tener una idea de la relación entre el valor interno de las diferentes monedas fiduciarias y de la paridad que, a pesar de las temporarias fluctuaciones, puede considerarse que señala el verdadero equilibrio en los tipos de cambio.

DESVIACIONES DE LA PARIDAD DEL PODER DE COMPRA

Durante las primeras fases de la guerra, cuando el comercio internacional todavía gozaba de cierta libertad, los verdaderos cambios solían acercarse mucho y coincidir con la paridad del poder de compra. Pero más tarde, las severas restricciones del comercio hicieron diferir considerablemente los cambios de esta paridad. Si el comercio entre dos países es obstruído en una parte más que en la otra, la moneda, en el país cuya exportación es relativamente más obstaculizada, caerá en el otro país abajo de la paridad del poder de compra (1). Este resultado es sólo una simple consecuencia de nuestra visión general de los tipos de cambio, como una expresión para el valor usado a manera de medio para obtener mercaderías extranjeras: si por artificiales procedimientos se hace más difícil de obtener, entonces el valor actual del cambio extranjero debe caer. Hay muchos ejemplos de tal anormal desviación en los cambios. Así, por ejemplo, la inflación en los Estados Unidos fué menor que en Suecia, y el dólar retuvo mucho más de su anterior poder de compra que la corona. La paridad del poder de compra debía, por tanto, aumentar arriba de la par de 3.73 coronas por peso. Pero, durante el período de

(1) Caso de la libra esterlina en relación al peso uruguayo durante los años 1916 a 1920. (*Nota del Traductor*).

las más severas restricciones de la guerra, las exportaciones a Suecia fueron casi nulas, y el cambio cayó muy abajo de la antigua par. El promedio mensual en noviembre de 1915 fué de 2.55. En cuanto las restricciones desaparecieron el cambio del dólar subió a una altura correspondiente a la paridad del poder de compra, y alguna vez, arriba de él. La explicación de la temporaria depreciación del cambio *dólar* debe buscarse en la ausencia de un empleo inmediato para los dólares en poder de Suecia, así como también, naturalmente, en el riesgo envuelto en el hecho de guardar los dólares, especulando con las perspectivas de su empleo futuro.

Las restricciones a que quiero referirme son de naturaleza varia. Prohibición absoluta de exportar; prohibición relativa, con sistema de licencias; racionamiento de esas licencias; derechos de salida; medidas adoptadas para imponer altos precios a los compradores extranjeros, etc., son ejemplos. Todos tienden a rebajar el valor de la moneda del país que los aplica. Si esto fuera bien comprendido, el entusiasmo en la aplicación de tales métodos se hubiera enfriado probablemente mucho.

Las restricciones pueden también adoptar la forma de obstáculos artificiales o naturales al transporte de un país A hacia el país B, más serios que en el sentido inverso. El resultado será una depreciación de la moneda de A en B.

Esto puede ser también el resultado de una restricción a las importaciones en B. La prohibición de introducir artículos de lujo aplicada en los últimos años en algunos países, con el fin supuesto de mejorar el equilibrio del comercio, tiende a aumentar el valor de la moneda en aquel país, que por ese medio limita sus importaciones. Si existen otras tendencias que amenacen forzar la moneda abajo de la paridad del poder de compra, ellas pueden, tal vez, ser contrarrestadas por una política restrictiva de esta naturaleza. Desde el punto de vista del país que se cierra para las

importaciones de lujo, la cuestión puede ser explicada por la circunstancia de que la moneda extranjera pierde parte de su valor tan pronto como no puede ser utilizada para adquirir artículos de lujo extranjeros. Del punto de vista del país extranjero, el asunto es considerado así, como que la prohibición de importar hace más difícil procurar la moneda del país en cuestión.

Podemos imaginar varios otros factores capaces de reducir el valor internacional de la moneda abajo de la paridad de su poder de compra. Pero si no existen obstáculos especiales para la exportación de mercaderías del país en cuestión, entonces cada depreciación de la moneda del país debe causar naturalmente un aumento de la demanda internacional de sus mercaderías, lo cual tenderá a contrabalancear esa depreciación monetaria. Porque tan pronto como la moneda de un país es depreciada, en relación a la paridad de su poder de compra, será ventajoso adquirir esa moneda y emplearla en comprar mercaderías del país a que corresponde. Ese estímulo así aplicado a la demanda aumentará, necesariamente, muy pronto el precio de la moneda hasta el nivel de la par de su poder adquisitivo. Donde no se oponen restricciones extraordinarias a la exportación del país (o en la importación de tal país para la exportación de otros), la influencia de otras causas que fuercen los cambios hacia abajo de la par del poder de compra sólo puede ser transitoria.

Pero es de importancia práctica conocer esas causas y la naturaleza de su influencia. Una depreciación de la moneda es con frecuencia simplemente un fenómeno derivado de una expectativa de baja en el poder de compra de la moneda en el interior del país. El mundo ve que el proceso de

inflación sigue avanzando, y que la situación de las finanzas del Estado, por ejemplo, sigue haciendo probable una depreciación mayor de la moneda. La valuación internacional de la moneda revelará, entonces, generalmente, una tendencia a anticipar los hechos, por así decirlo, y las cotizaciones actuales son más bien la expresión de lo que se espera que sean dentro de unos meses o de un año.

Puede influir también la especulación. Las autoridades han hecho un uso enérgico de esta explicación a la baja del cambio, y ha servido de escapatoria, como lo fué también para la suba interna de precios. Un juicio imparcial, sin embargo, habría hallado más bien que la especulación en los cambios implica, en suma, una fijeza o nivel en las fluctuaciones de los cambios y no una intensificación de ellos.

El factor de máxima importancia en la depreciación de cambios, está en la práctica de vender a cualquier precio cambio del país en el extranjero para procurarse fondos en ellos. Este procedimiento ha ido tan lejos en los últimos años y ha tenido una importancia tan grande en la situación monetaria internacional que requiere una particular atención.

El caso de Alemania ofrece el mejor ejemplo para estudiar todo el problema. Durante años los marcos alemanes han sido vendidos al exterior a cualquier precio obtenible. Cuando el Gobierno central, las Municipalidades, los bancos y empresas, estaban en extrema necesidad de medios de pago internacionales, y no podían obtenerlos por otro medio, el país fué obligado a salir del paso haciéndose de dinero extranjero con el papel moneda propio. La demanda por reparaciones más tarde obligó a Alemania a buscarse recursos por este método de financiar sus necesidades, en tal escala, que ello degeneró en un absoluto engaño.

Debemos considerar este proceso como una sustitución,—y muy lamentable,—al más regular sistema de obtener dinero por medio de empréstitos externos. Cuando los prestamistas no se ofrecían, Alemania apeló a otra clase de colocadores,—especuladores en cambios,—y en lugar de altos intereses les ofreció las ventajas de un excepcional tipo de cambio. Claro está que los especuladores sufrieron grandes pérdidas cuando el cambio gradualmente cayó. Pero nuevas legiones de especuladores hubo siempre prontos a creer que ya "se había tocado el fondo", y luego vendría la reacción. Algunos, seguramente, habrán hecho grandes utilidades.

Es obvio que este proceso llevó la depreciación del marco abajo de la par del poder de compra. Ello significa que el marco alemán en el mercado mundial fué forzado a declinar a un precio considerablemente más abajo del que le hubiera correspondido conforme a su poder de compra en el mercado interno. En cierto momento, sin duda, esta depreciación fué muy considerable.

Esto ocurrió especialmente cuando el pago de reparaciones el 31 de agosto de 1921, y después de la resolución de dividir la Alta Silesia, así como al fijarse la inmensa suma demandada por la Comisión de Reparaciones en 1922.

Sin duda, bajo tales circunstancias, hubiera sido muy ventajoso a los extranjeros obtener marcos con los cuales pudieran comprar barato en el mercado alemán. Si eso hubiera podido hacerse sin restricciones, entonces todo se habría podido exportar de Alemania empobrecida, y frecuentemente con grandes utilidades. Para Alemania misma esto era, por cierto, una situación imposible. El país fué simplemente obligado a preservar sus provisiones y materias primas existentes en escasa cantidad, prohibiendo su exportación. En cuanto a otras mercaderías, Alemania procuró defenderse de los compradores que trataban de aprovechar

se de la baja del marco: subió los precios para esos compradores, a veces en cientos por ciento. Tales medidas, sin embargo, no hacían más que obrar en sentido de acentuar la depreciación extranjera del marco abajo de su poder de compra, dentro del país (desde que no podían emplearlos en comprar en Alemania...) Cuando luego Alemania subió los precios para la exportación, arbitrariamente privó a los poseedores extranjeros de marcos de una considerable parte del valor de éstos.

Si un deudor arbitrariamente borra la mitad o un tercio de sus deudas, el hecho es evidente para todos como para él mismo. Lo que se hizo por medio de la reglamentación alemana de la exportación y por la fijación de precios especiales, más elevados, es fundamentalmente lo mismo, aun cuando por algún tiempo el verdadero significado que subrayaba esa política permaneciera disimulado con éxito. No es otra cosa que un clarísimo fraude, vender sumas y sumas de marcos,—y entre éstas, mercaderías alemanas,—y, después negarse a hacer honor a esos compromisos sino con una simple fracción de las cantidades de mercaderías que originariamente aquellas sumas representaban. Pero es sólo gracias a tales engaños como las irrazonables demandas de los vencedores, sobre una Alemania conquistada, hubieran podido ser atendidas. (1) Miles de personas en todos los países del mundo han sido arruinadas, a fin de poder atender a esas reparaciones.

El ejemplo de Alemania demuestra claramente el efecto desastroso de una venta al por mayor de moneda fiduciaria a los especuladores del extranjero. Aunque este ejemplo es el más notable que se conoce, el método no ha

(1) El profesor Cassel demuestra una tendencia germanófila siempre que argumenta con los hechos relativos a Alemania. (*Nota del Traductor*).

sido aplicado solamente por Alemania. Otros países que intentaron seguir el mismo camino, se han detenido a tiempo.

Nuestro cálculo de la paridad del poder de compra descansa en la condición de que la suba de precios en los países de que se trate haya afectado a todos los artículos en igual grado. Si eso no ha ocurrido, entonces la tasa actual del cambio puede diferir de la paridad del poder de compra. Si la suba de precios en el país A, por ejemplo, ha afectado particularmente en alto grado los productos que tal país exporta a B, la consecuencia será que el cambio de A en B, baje a un valor algo menor que la par del poder de compra, calculado sobre la base de una alteración en el nivel general de precios de A. Este resultado es una mera consecuencia de nuestro concepto del tipo de cambio como una expresión de lo que en B se calcula poder comprar con la moneda de A. Después del armisticio, el precio del carbón en Inglaterra fué por largo tiempo considerablemente más alto de lo que correspondía al nivel general de precios. Esta circunstancia fué, probablemente, una de las principales razones para que la libra estuviera menos valuada durante ese período en una apreciación internacional que, en cuanto puede ser juzgada por las estadísticas disponibles de precios, era ligeramente más baja de lo que hubiera correspondido a su poder adquisitivo interno.

Si resulta evidente que una violenta suba de precios en ciertos artículos que el país exporta, tiene alguna influencia en sus cambios, no debemos, sin embargo, derivar la conclusión,—lo que se ha hecho muchas veces,—de que el equilibrio normal de los cambios debería ser calculado simple y solamente sobre la base de los precios de las mercaderías exportadas. El principal error en este punto de vista reside en que, si las mercaderías exportadas han subido

en valor relativo dentro del país exportador, ellas deben haber subido igualmente en el país que las importa. El más alto precio de los artículos exportados, por consiguiente, no causa necesariamente una reducción del cambio del país exportador en igual escala. Además se debe tener presente que si han tenido lugar considerables dislocaciones relativas en los precios, las mercaderías exportadas en general no son las mismas que eran antes de la guerra, y, por consiguiente, los "índices de precios de las mercaderías exportadas" apenas pueden utilizarse en los cálculos. Aun el método que yo uso para calcular el nuevo equilibrio normal de los cambios, sobre la base de la suba en el nivel general de precios, en ambos países, sufre, por cierto, la consecuencia de cierto grado de incertidumbre, donde relativas dislocaciones entre los precios de diferentes mercaderías han ocurrido en proporción considerable. Y es necesario en el punto aquí tratado tomar particularmente nota del factor de perturbación. Pero nuestro método de calcular el equilibrio normal de los cambios tiene, no obstante, la ventaja de hacernos conocer qué tipo de cambio sería normal si las condiciones normales se restablecieran en el mundo, en el sentido de que el comercio internacional fuera algo similar a lo que fué antes de 1914. Sólo un continuo estudio de los movimientos reales de los cambios, puede demostrar claramente cómo la paridad del poder de compra, calculada con las bases de la suba del nivel general de precios, en los diferentes países, da la línea del equilibrio hacia el cual los cambios tienden. Mientras ciertas desviaciones de la paridad del poder de compra, calculado como tipo real de cambio, puedan ser satisfactoriamente explicadas, con los argumentos antes mencionados; y, en tanto que los verdaderos tipos de cambio, en casos importantes, concuerden aproximadamente con la paridad del poder de compra, no hay razón para suponer que ha ocurrido una considerable

dislocación en el equilibrio de los cambios, que no sea la que ha motivado una alteración en el nivel general de precios.

Yo considero, por lo tanto, como tipo de cambio normal, la paridad del poder de compra calculada a favor de los elementos arriba explicados. Si el tipo actual para la moneda de un país es más bajo, entonces digo que la moneda de ese país está depreciada. Si la tasa del cambio es más alta, su moneda está valorizada.

En cuanto el tipo de cambio en este sentido sea normal, será tan alto como deba ser para permitir el comercio normal entre los países respectivos. El hecho de que el tipo de cambio sea considerablemente más alto, o más bajo de lo que era antes de la guerra, no tiene al respecto significación. El público, sin embargo, se aferra en la idea de que los tipos de cambio anteriores a la guerra deban de un modo o de otro volver a ser normales, y define los tipos de cambio como *alto* o *bajo* según su situación relativa a lo que fué el tipo de cambio anterior a la guerra. Esto es un grave error. Es la paridad del poder de compra calculada de acuerdo con el nivel general de precios en cada país lo que hoy representa el nivel normal.

Pero la errónea idea del público en este punto domina las vistas oficiales y a veces estampa sus huellas en la propia legislación. La ley sobre Salvaguardia de las Industrias votada en Inglaterra en agosto de 1921, parte del supuesto de una depreciación de la moneda extranjera en comparación con la libra esterlina; y hace depender la aplicación de la ley del hecho de que esa depreciación llegue a 33 1|3 por ciento de la par anterior a la guerra.

Ese falso concepto es casi una regla en las discusiones públicas en materia de política comercial en todos los paí-

ses. En realidad la paridad del poder adquisitivo representa un equilibrio indiferente en los cambios en el sentido de que no afecta al comercio en uno o en otro sentido. Así la exportación de un país no es obstaculizada por el bajo tipo de cambio, solamente cuando tales tipos correspondan a un alto nivel en el exterior o a un bajo nivel en el interior. Ni es tampoco estimulada la exportación por altos tipos de cambio en tanto que sólo correspondan al relativo poder de compra de la moneda de cada país. De igual modo los bajos precios de la moneda extranjera no implica estímulo a la importación del exterior o más aguda competencia para la producción interna, en cuanto tales cambios sean sólo la expresión de la paridad del poder adquisitivo de las monedas extranjeras de que se trate. En la misma hipótesis el alto precio de la moneda extranjera no actúa como obstáculo a la importación. En realidad los términos *alto* o *bajo* en cambio, no tienen significación en sí mismos; si hay que usarlos deben referirse a los verdaderos tipos normales: la par del poder de compra.

Es igualmente obvio que toda desviación del verdadero tipo de cambio de la paridad del poder de compra debe causar considerables perturbaciones en el comercio internacional. La exportación de A hacia B debe ser muy obstaculizada si la moneda de B es cotizada más baja en A de lo que correspondería al nivel general de precios en B comparado con el de A. Al mismo tiempo la importación procedente de B en A sería artificialmente estimulada por tal valuación. Naturalmente, estas dos influencias tenderían a aumentar el valor de la moneda de B en A y a restablecer la par de su poder de compra, lo cual demuestra que esa par es el verdadero equilibrio de los cambios.

En realidad, sin embargo, la restauración de este equilibrio puede llevar largo tiempo, especialmente si las fuerzas

que mantienen las cotizaciones bajas son poderosas y persistentes. Y este período puede tener perturbadores efectos en el comercio y en la industria en los dos países. Generalmente el país que ha tenido su moneda depreciada, es considerado como el que sufre y las dificultades de su situación son evidentes. Cuando esas dificultades llegan a su máximo grado se hace prácticamente imposible importar aún artículos de consumo o materias primas. Pero al mismo tiempo el país cuya moneda se ha valorizado no está en mejor situación, porque está expuesto a una nueva clase de **dumping** (1) de la más desconsiderada y arbitraria especie, mientras que su exportación se ve restringida. La mayoría de los países europeos ha tenido que sufrir perjuicios por la excepcional depreciación del marco, mientras Alemania a su vez sufría los efectos graves que trae la perturbación causada por la depreciación de la moneda. En menor escala también han ocurrido estas desviaciones de la paridad del poder de compra en varios otros casos, y han envuelto igualmente, al comercio internacional en análogas dificultades.

Teórica y prácticamente es de especial importancia el seguir de cerca estas desviaciones y tener en cuenta sus causas. Debemos evitarlas si queremos salvarnos de los trastornos consiguientes en los cambios. Otras medidas protectoras contra sus consecuencias son ineficaces, y, además, implican nuevas dificultades a su vez, que influyen en el sentido de retardar la regularización del comercio internacional.

Todo el mundo está ahora discutiendo (2) cómo prevenir la ruinosa competencia que puede hacer Alemania a

---

(1) *Dumping* es un abaratamiento extraordinario de la mercadería extranjera que al introducirse al país arruina la industria nacional, cuya producción está sujeta al costo de producción normal y no resiste una competencia de esa mercadería.

(2) Año 1922.

favor de la desvalorización de su papel. Hemos visto que Alemania misma está tratando de compensarse por esa baja de valor, aumentando, para la exportación, los precios que rigen en el interior, en cuanto ello es compatible con las operaciones de intercambio. Pero al mismo tiempo los países vecinos toman medidas para evitar la invasión de mercaderías baratas de Alemania. Todo ello tiene como efecto fatal acentuar la baja del marco.

Un país puede contrarrestar esa competencia alemana por medio de tarifas diferenciales. Pero si la mayoría hace lo mismo, la violenta depresión que afectará al marco aumentará el poder de competencia de Alemania, más allá de la influencia de las propias tarifas diferenciales. La principal causa de la desvalorización del cambio en marcos radica en las reparaciones exigidas por los aliados. Si esas reparaciones han de ser satisfechas, Alemania debe exportar en enorme escala y debe encontrar mercados para sus productos por medio de la reducción de precios. La consecuencia de esto debe ser una seria perturbación de las condiciones existentes en la producción y el comercio. El único medio de evitar estas no deseables consecuencias es, sin duda, reducir el pedido de reparaciones a una proporción razonable. (1)

La Comisión de Aduanas de los Estados Unidos, ha publicado recientemente su investigación sobre la depreciación de los cambios y su influencia en el comercio internacional (1922). Ese trabajo está basado en absoluto en la idea de la paridad del poder de compra, y contiene, *inter alia*, muy valiosos cálculos de la par del poder adquisitivo de la libra esterlina, el marco alemán, y el franco francés,

---

(1) Esta opinión del profesor Cassel es discutible. Un economista alemán afirmó que Alemania pudo pagar tres veces más de lo que representan las reparaciones, solo con los perjuicios fantásticos que se han causado al país debido a las emisiones a chorro continuo. Comenté esa opinión en una correspondencia a *El Día*, desde Londres. (*Nota del Traductor*).

en relación con el dólar, en promedios mensuales desde enero de 1919 a setiembre de 1921, por cuyo período se mencionan también los tipos de cambio de esos tres países en Nueva York.

Puede verse ahí que un alza considerable tuvo lugar para la libra y el franco al principio de 1919, cuando todavía no se había abolido el régimen del apoyo oficial a los tipos de cambio. Después las cotizaciones cayeron y durante 1920, en particular, el franco descendió abajo de la par del poder de compra. Durante 1921 la libra fluctuó alrededor de la par de su poder adquisitivo, mientras el franco se mantuvo varios puntos por ciento abajo de esa par.

En cuanto al marco los cálculos revelan una gran baja durante 1920; durante los 6 primeros meses de 1921 el marco estuvo alrededor de 2|3 de la par del poder de compra, pero después sufrió una considerable depreciación. Es notable cómo la baja de los cambios extranjeros fué influída por la violenta suba de precios que tuvo lugar en Estados Unidos al final de 1919 y alcanzó a culminar en mayo de 1920, para experimentar en seguida no menos violenta baja de precios. Los tipos de cambio parecían no alcanzar su inmediata adaptación a la depreciación interna tan excepcional cuanto violenta, que sufrió el dólar a fines de 1919 y principios de 1920.

La investigación americana prueba que en el caso de mercaderías tipo *standard* en el mercado mundial, los precios en los diferentes países tienden a adaptarse a los cambios de tal modo que aún en la eventualidad de excepcionales bajas de las cotizaciones de ciertas monedas, no bajan los precios de esas mercaderías. Por otra parte, hay cierta cantidad de mercaderías más especiales cuyos precios están lejos de ajustarse a los cambios internacionales, y que por tal razón la Europa Central en particular se halla en condición de vender a precios excepcionalmente bajos en dóla-

res. Hablando en general, un importador americano puede comprar en Alemania por un dólar artículos que valen dos dólares en Estados Unidos. El informe demuestra con números que el productor alemán tiene considerables ventajas sobre otros en la competencia de los mercados mundiales, debido a los bajos salarios, que no han subido en la proporción en que se depreció la moneda. Esas ventajas no son, sin embargo, tan grandes como pudiera suponerse en virtud de estos hechos; porque, de una parte, hay en Alemania una seria escasez de ciertas mercaderías, y por otra, los precios de muchas mercaderías para la exportación son más altos que para el consumo interno, haciéndose, a veces, prohibitivos.

El informe concluye en que la preparación y aplicación de una tarifa de aduana para contrarrestar los bajos cambios, tropezaría con serias dificultades. El ajuste de los cambios al equilibrio representado por la paridad del poder de compra es muy diferente en el caso de distintos países, y aun en el caso de diversas mercaderías de un mismo país. Sólo tarifas protectoras específicas podrían aplicarse y deberían revisarse constantemente de acuerdo con el proceso de reajuste entre los precios y los cambios.

En sus principios teóricos, éste, por otra parte, excelente informe contiene un punto vago, en cuanto a que todavía supone la idea de la paridad del poder de compra basada en la comparación entre la altura absoluta del nivel de precios de un país y el de otro. De acuerdo con la teoría explicada en este libro no hay necesidad de presuponer que la par del cambio corresponde exactamente al cociente del nivel absoluto de precios. Puede haber cierta diferencia, en cuyo caso la misma relativa diferencia entre el tipo de cambio y el cociente del nivel de precios antes de la guerra,—particularmente en el caso de Inglaterra y Estados Unidos,—ha sido casi inapreciable.

ERRORES POPULARES

La teoría de los cambos aquí expuesta, encontró violenta oposición desde el principio, y, aunque ésta ha ido gradualmente cediendo terreno, todavía existe en el concepto general de los problemas relacionados con los cambios, tal considerable sedimento de las antiguas ideas falsas, que un examen crítico de ellas puede tal vez ser necesario, a fin de aclarar los horizontes sobre la cuestión.

Así como durante los primeros años de la guerra, el público insistía en creer que no se había producido depreciación en la moneda, y trataba, por consiguiente, de explicar la suba de precios dentro del país por otras razones, así también se ha hecho lo posible por explicar la baja cotización internacional de la moneda. Según ese criterio pertinaz, la valuación internacional de ningún modo debía ser considerada como una prueba de la depreciación interna de la moneda, y, desde luego, otras muy curiosas explicaciones de la baja se inventaban.

Al proceder así todavía el público olvidaba completamente que la baja valuación en el exterior rara vez expresaba algo parecido a la absoluta depreciación de la moneda nuestra: como las otras monedas (fiduciarias) estaban también depreciadas, la absoluta depreciación de la nuestra debía ser mucho mayor de la que los cambios mismos expresaban.

Entre las explicaciones popularizadas de los bajos tipos de cambio internacional, la *especulación* ocupaba un lugar

prominente. Se afirmaba que la especulación dentro del país forzaba los precios de los cambios extranjeros, y, también, que los países enemigos, por medio de ciertas ingeniosas maniobras, cuyo *modus operandi*, sin embargo, se ignoraba, abatían el valor de nuestra moneda en los mercados del mundo. Hoy es fácil comprender que dichos factores, en conjunto, han tenido muy poca influencia en el proceso de los cambios. Alguna perturbación ocasional puede haberse producido por tales factores; pero no hay duda de que los cambios habrían llegado a ser lo que hoy son y tal como permanecen, aunque en su desarrollo no hubieran intervenido semejantes elementos maliciosos de especulación.

Sin embargo, el erróneo concepto en este caso no se ha limitado a un simple fenómeno teórico. De él se derivaron numerosas medidas obstructoras, tales como reglamentación y fiscalización de las operaciones de cambio; establecimiento de oficinas para los cambios, compulsando a los individuos a la venta obligada de cambio extranjero, etc.; medidas semejantes a las del control sobre los precios, por medio de las cuales se trató de evitar que se pusiera de manifiesto la depreciación de la moneda. Aun cuando tal intervención en los cambios, alguna vez hubiera podido ser de cierta utilidad, es también evidente que ella probó su ineficacia, en cuanto tendía a evitar que la depreciación de la moneda interna apareciera denunciada en los cambios; porque esto no sólo no se obtuvo, sino que la obstrucción opuesta fué un serio obstáculo al deseo universal de restablecer el comercio internacional. Las tentativas de control público en los cambios, es también responsable de haber provocado un comercio ilícito de cambios, con efectos desmoralizadores al lado de la ineficacia completa del control del Estado.

Otra muy popular explicación de los cambios desfavorables, ha sido el balance comercial contrario al país, causado

por la guerra, o por las condiciones anormales de la situa
ción de postguerra. Una completa crítica de esta explica
ción sólo es posible en conjunto con la discusión teórica de
problema del cambio que se hará en el próximo capítulo
Pero aquí bastarán pocas palabras para demostrar lo in
exacto de tal explicación.

Cuando el público declara que una baja valuación inter
nacional de la moneda nacional no es debida a una depre
ciación interna, sino a un déficit temporario en el balance
comercial, entiende, sin duda, que la moneda propia est
substancialmente desvalorizada en el mercado exterior
Ahora bien; tal depreciación es sólo posible en cierta me
dida si la exportación del país está restringida, mientras l
importación está comparativamente libre. Pero ¿ha sucedid
tal fenómeno en los países que presentan débil cambio? S
se trata de obstáculos exteriores, la respuesta probable deb
ser que la importación,—por ejemplo en el caso de los Po
deres Centrales,—se ha hecho más difícil que la exporta
ción. El bloqueo de los aliados a Alemania durante la gue
rra, pudo, por consiguiente, no causar depreciación de
marco alemán. Si se produjo desvalorización, especialment
desde la guerra, se debió a Alemania misma, que prohibi
la exportación. Aparte de esa depreciación la caída de
marco ha sido notoriamente producida por la depreciació
interna del papel moneda. El mismo es el caso con todas la
monedas fiduciarias. Un balance comercial desfavorable n
puede por sí solo causar depreciación sensible de la moned
porque esa misma depreciación suscitaría de inmediato u
incremento de la exportación que restablecería el equilibri
siempre que no se opusieran especiales obstáculos en la v
de la exportación.

Aún en este caso la incorrecta explicación no se ha lim
tado a la esfera de los errores teóricos, sino que ha indu
cido a consecuencias concretadas en intervenciones del E

tado, tendientes a querer equilibrar el comercio, guiado por la ilusión de mejorar la cotización de los cambios. No se sabe que tales tentativas hayan tenido buen resultado y en todos los casos la valuación internacional de la moneda ha seguido el curso de la depreciación interna, sin que pudiera impedirlo ninguna medida reguladora del comercio con el exterior. Esta ineficacia debía recordar al público el error de su teoría de cambios fundada en la balanza de comercio.

Mientras el público se niegue a admitir que se ha producido una depreciación interna de la moneda, él mismo se cierra las puertas hacia una verdadera percepción de las causas que motivan las variaciones en los cambios. Se sigue creyendo que obedecen a circunstancias transitorias y que los cambios **deben** volver a su nivel normal, que se considera ser el de las tasas anteriores a la guerra. Esta idea ha tenido gran influencia en la opinión pública. Hasta a banqueros inteligentes y experimentados, durante largo tiempo les ha sido difícil verse libres de la obsesión de que los tipos de cambio anteriores a la guerra eran los niveles normales hacia los cuales, por algún secreto poder natural regresarían los valores de cambios en cuanto se hiciera la paz. Es esta misma idea la que, a cada nueva declinación del cambio, inducía al público a creer que ya "se había tocado el fondo". Pérdidas inverosímiles han ocurrido a causa de esto en los últimos años a gentes que fácilmente aceptaban la doctrina oficial sobre las causas de la depreciación en los cambios.

Siendo hoy notorio que los cambios no volvieron a su antigua par, ni demuestran tendencia a ello, habría razón bastante para reaccionar en esas creencias, abandonando el

superficial concepto sobre el problema de los cambios, tan generalmente aceptado como inmensamente perjudicial al mundo.

Si se insistiera en que el valor interno de la moneda no se ha reducido, entonces otra razón habría que hallar para la suba de precios dentro del país. Esto también fué atribuído a circunstancias temporarias, o a condiciones del exterior, fuera del alcance de toda medida local. La vía más fácil, entonces, era condenar la suba de precios en el extranjero como culpable de la suba en el país propio, y esta explicación fué vigorosamente sostenida por la doctrina oficial de varios países. Pero, cuando se trata de países con sistema fiduciario inconvertible, esta explicación no tiene sentido. En tal caso la suba de precios en otro país no puede tener otro efecto que producir una baja correlativa del valor de la moneda de ese país en su relación a la de los demás. Si esa suba de precios se pronuncia, ello es signo de que tiene por causa la inflación monetaria en el país correspondiente.

Cuando un país ha depreciado su moneda, los precios de las monedas extranjeras naturalmente han subido en consecuencia. Este aumento en el valor de esas monedas extranjeras se ha tomado como una explicación de la suba de precios dentro del país. Tal extraordinaria confusión de ideas sólo gradualmente ha podido ir desvaneciéndose de la mente del público poco ilustrado. Es claro, en efecto, que una suba en el precio de la moneda del país B no puede nunca ser motivo para la suba de precios en el país A, desde que el tipo de cambio es la verdadera expresión del correlativo poder de compra de ambas monedas. Sólo si la moneda del país B es cotizada arriba de la par de su poder adquisitivo, podría el alto precio de dicha moneda tener influencia en la suba de precios del país A. Pero aún esta influencia no podría elevar el nivel general de precios, a me

nos de tener por punto de apoyo mayor cantidad de medios de pago, o sea una inflación monetaria.

Si, por ejemplo, el cambio alemán está depreciado, el alto precio de las monedas extranjeras en Alemania tenderá a hacer más caras las importaciones que Alemania necesita, y al ajustarse los medios de pago internos a este aumento de precio, las altas cotizaciones de las monedas extranjeras determinarán una suba general de precios dentro del país. Esto significa simplemente que la depreciación de la moneda interna tiene cierta tendencia a corregirse, *inter-alia*, por medio del aumento en el nivel de precios dentro del país, a fin de que la paridad del poder de compra se aproxime lo más posible al tipo actual de cambio.

Sin embargo, prescindiendo de los casos en que una sobrevaluación o una depreciación de la moneda de un país tenga lugar, y, además, presuponiendo que el tipo de cambio corresponde a la paridad del poder de compra, vemos que es imposible aceptar el hecho de que los más altos precios de los cambios extranjeros tengan la culpa del alto nivel de precios en el país.

Una base de explicación análoga a la anterior, han sido las crecientes dificultades de importar. Se ha tenido en vista que los altos fletes, las prohibiciones de exportar en los otros países y las medidas de bloqueo de los beligerantes deben haber aumentado los precios de las mercaderías importadas y con ello contribuído a la elevación del nivel general de precios dentro del país. Esta explicación más que ninguna otra ha sido generalizada entre el público como evidente e indiscutible. Sin embargo, es obvio que todas las dificultades de importar sólo han podido tener el efecto de agravar la escasez de mercaderías. Si los medios de pago dentro del país se hubieran ajustado a esta escasez creciente, no se habrían aumentado los precios. La verdadera influencia de esta escasez fué estudiada más detenidamente en un capítulo anterior.

RELACIÓN CON LAS PRIMERAS TEORÍAS SOBRE LOS CAMBIOS

En este capítulo el autor explica las primeras teorías muy conocidas sobre los cambios, desde Ricardo,—que basaba su concepto en las grandes dificultades de transporte para la producción, en su tiempo, —hasta Stuart Mill y Goshen, cuyas doctrinas descansan en el supuesto de un régimen a oro y un comercio normal. Ninguno de ellos abordó el caso de cambios entre dos países con moneda exclusivamente fiduciaria.

Luego el profesor Cassel concreta sus observaciones del siguiente modo:

En el concepto popular del problema ha predominado la idea de que los cambios están determinados por la oferta y la demanda y que todo el asunto está agotado con este simple argumento. Esta noción del problema se ha proclamado inconcusa, y por eso nadie ha intentado llevar un examen más allá. Todos se han inclinado ante la fórmula: "Si hay más compradores que vendedores de cambios, la tasa tiene que subir". Pero cómo, en qué grado, esa tasa debe corregir la desproporción entre la oferta y la demanda, nadie ha creído necesario averiguarlo. Un equilibrio tiene que haber, y el saber cuál es no puede menos de ser un hecho importantísimo en los cambios.

Tenemos que buscar por qué medios se obtiene el equilibrio y qué papel juegan en ello los tipos de cambio. Aun

en la cuestión de cómo se determina el precio de una mercadería, una simple referencia a la oferta y la demanda es insuficiente. No basta con decir que sube el precio porque hay mayor demanda que oferta. El equilibrio debe obtenerse, y el precio tiene la función de limitar la demanda o estimular la oferta, en cuanto la demanda pueda ser satisfecha por la oferta. Es por esta condición como se determina el precio. En la teoría de los cambios hay que buscar cómo funciona el mecanismo con respecto a la regulación del mercado para los cambios extranjeros.

Así una teoría racional sobre los cambios debe partir de la condición de que un firme equilibrio existe en el balance de pagos de un país hacia otros, y entonces se plantea esta cuestión: ¿Por qué medios puede mantenerse ese equilibrio? En mis conferencias sobre la moneda en muchos años siempre he presentado así el problema, y mi expresión de este aspecto del problema, según la he puesto en "Theoretische Sozialökonomie", contiene un resumen de los resultados a que he llegado. Encontramos que las desviaciones ocasionales aún del balance de pagos llaman, atraen, fuerzas que contrarrestan la acción y devuelven el equilibrio. Ello ocurre automáticamente, por la simple razón de que los compromisos a pagar, a medida que vencen, deben ser cumplidos de algún modo. Puede, pues, existir una variación en el tipo de cambio, pero si todas las demás condiciones no son objeto de perturbación, esa variación será limitada. Su efecto es siempre una intensificación de los factores reactivos que producen el equilibrio en el balance de pagos.

Sin embargo, la teoría de los cambios tiene otro aspecto, que, en conjunto, no llama la atención cuando el problema se considera sólo desde el punto de vista de la oferta y la demanda de letras de cambio, o sea de moneda extranjera. Me refiero a la cuestión de cómo la misma posición normal es determinada. La cuestión no puede ser aclarada a menos

de ir más lejos y contestar la cuestión de por qué **un cierto precio es pagado por una moneda extranjera.** Una respuesta aplicable en general sólo cabe si tenemos en cuenta un sistema de papel moneda inconvertible. Una teoría edificada sobre tal base de amplitud es lo único que puede servir de punto de partida para explicar la revolución aportada por la guerra en los cambios. Primero ocurre una alteración profunda en el valor interno de las monedas, alteraciones que deben reflejarse en dislocación de los cambios en una extensión mucho mayor que las usuales oscilaciones alrededor del equilibro fijo. Es obvio que la naturaleza de estas desviaciones tiene que ser mejor juzgada a la luz de una teoría monetaria que reconozca en el poder adquisitivo de la moneda, contra mercaderías, la base del valor de la moneda.

Desde 1904 yo definí la teoría completa de la moneda, concibiendo a ésta como una escala abstracta de contar, en la cual, ciertos medios de pago,—que pueden ser de cualquier calidad física,—tienen poder corriente de pago y el valor de la unidad está determinado por la escasez en que la comunidad esté provista de esos medios de pago. Con ello abandoné el concepto popular insostenible de un *standard* oro como un patrón en el cual cierto peso de metal,—cierta cantidad de oro,—es la unidad de valor. En su lugar yo he presentado un *standard* oro como un patrón libre, en el cual el precio del oro, dentro de ciertos estrechos límites, está fijado. Esto conduce a la idea de un *standard* oro como un caso especial de sistemas monetarios independientes. Para la teoría de los cambios esto tiene la consecuencia de que la demostración empieza con el caso de *standards* independientes, y que el problema de los cambios en un *standard* oro debe ser concebido como un caso especial dentro del problema general.

Para esta teoría de los cambios era evidente que la razón para que se paguen ciertos precios por determinadas monedas extranjeras, debe hallarse en cierto poder adquisitivo de esas monedas contra mercaderías. He llegado así al concepto general de la naturaleza del problema de los cambios, que expresé, en la obra ya citada, con estos términos: "**La razón por la cual en el país A se demanda letras sobre el país B. es porque ellas representan poder de compra en el mercado de B. Este poder de compra será naturalmente valuado más alto, por una parte, cuanto más bajo sea el nivel general de precios en el país B,—en otras palabras, cuanto mayor sea el valor de la moneda en tal país;—y, de otra parte, cuanto más alto sea el nivel general de precios en el país A mismo**".

Esta noción fundamental del problema resultó particularmente útil cuando uno necesitaba formar su propia opinión en medio de los violentos disturbios que la guerra causaba. Se necesitó largo tiempo para que el público comprendiera que el *standard* oro había sido abolido y que con lo que teníamos que tratar era con un sistema de *standards* papel, independientes unos de otros. Así también largo tiempo pasó antes de que la verdad se impusiera respecto a que no había otra causa fundamental que sostuviera los valores de esos sistemas de papel moneda, que la cantidad existente de tales medios de pago reconocidos como válidos en cada país.

Durante los primeros años de la guerra los únicos índices de precios utilizables eran los de Inglaterra. En otras partes, por ejemplo, en Suecia y Rusia, el grado de inflación podía ser juzgado por el aumento en la circulación de billetes de banco. Pero por otro medio yo tuve que calcular este grado de inflación con la ayuda de los tipos de cambio y con el uso de las cifras relativas a la suba de precios en Inglaterra. Más tarde el cálculo de los índices de precios se

hizo más universal, y fué posible establecer independientemente la altura del nivel general de precios en diferentes países, y así efectuar un cálculo real de la paridad del poder de compra, aunque en esto con cierta incertidumbre, dados los materiales de cálculo. Colocando el actual tipo de cambio al lado de la paridad del poder de compra así obtenida, fué también posible establecer el monto de cualquier desviación de la par del poder de compra que pudiera haber ocurrido.

La expresión "paridad del poder de compra" fué introducida por mí más tarde (en un artículo en "The Economic Journal").

Aunque ese término obtuvo general aceptación y uso en la literatura económica de diferentes idiomas, una teoría de los cambios que juzgue en primer lugar las cotizaciones por las alteraciones que experimente el poder interno de compra de las monedas, apenas ha penetrado la conciencia pública. Aun cuando el pueblo llega hasta declarar toda la teoría evidente por sí misma, no siempre es comprendida del todo, como cuando se relaciona con la influencia de los cambios en el comercio internacional.

Algunas veces también la teoría es llevada tan lejos hasta convertirla en puro dogma, negando hasta la posibilidad de que los cambios puedan desviarse de la paridad del poder de compra. En oposición a ese punto de vista, yo quisiera expresar la opinión de que es necesario seguir constantemente el desarrollo actual, y ver hasta dónde marcha de acuerdo con los principales lineamientos de una racional teoría de los cambios, según aquí se ha expuesto, o si nuevos factores surgen que requieran especial análisis.

Por otra parte, existe fuerte oposición contra la teoría de que los cambios dependan de la paridad del poder de compra. Hay gente que se adhiere con firmeza a la vaga teoría de la oferta y la demanda, o se contenta con declarar

que toda la cuestión es tan confusa e influída por tantos factores, que es imposible conocer nada con relativa certidumbre.

En general, estas opiniones aparecen en forma vaga e imprecisa, al punto de que el someterlas a una crítica ofrece la dificultad de encontrar puntos definidos de ataque, de modo que todo esfuerzo resultaría infructuoso. Sin embargo, aún una falsa idea puede ser una contribución valiosa en el sentido de aclarar una duda, si la objeción proviene de un criterio preparado. Un excepcional buen ejemplo de esto lo ofrece la proposición sobre el problema del cambio que Mr. Keynes da, al pasar, en su último libro "**La Revisión del Tratado**" (pág. 93).

Keynes sostiene la vieja idea de que el tipo de cambio es determinado por el balance de pagos, y por consiguiente, la baja en la cotización internacional de una moneda es el resultado de mayor oferta que demanda de la misma. Es difícil comprender cómo puede sostener tal idea, cuando él mismo reconoce que debe haber un equilibrio entre la oferta y la demanda (base de toda teoría racional de la moneda) y que esto debe ocurrir todos los días.

Pero Keynes declara que cuando el valor internacional de una moneda cae a consecuencia de una inflación interna, ésta, al aumentar la capacidad de compra dentro del país, da impulso a mayor importación o a una reducción de la exportación que perturba el equilibrio del balance de pagos, elevando así el precio de la moneda extranjera. Este punto de vista es inaceptable. El poder de compra aumentado dentro del país, representa poder de compra aumentado para el exterior sólo durante el tiempo que demore en trascender la baja correspondiente a la forzosa depreciación interna. La hipótesis de Keynes descansa en la creencia de

que la depreciación interna precede a la exterior. La experiencia no comprueba el hecho. Más bien dice lo contrario. Nosotros podemos reclamar esto en favor de nuestra teoría, que ella explicará las alteraciones en los tipos de cambio en uno y otro caso y más especialmente cuando la cotización internacional sigue de cerca las alteraciones en el valor interno de la moneda, como debe ocurrir siempre que no intervenga un factor de perturbación.

En la suposición últimamente mencionada, debe obtenerse, día por día, completo equilibrio en el mercado de cambios, y la inflación constante producirá una baja constante de la cotización internacional de la moneda. Luego, la posibilidad de la preponderancia de cierto número de ventas queda excluída como determinante del cambio, y nos vemos obligados a reconocer que la incógnita del problema del cambio hacia la cual tiende toda esta averiguación, depende del poder interno de compra de cada moneda.

Entre las personas partidarias de restablecer el *standard* oro, se suele concebir la doctrina de determinar los tipos de cambio por la paridad del poder de compra, como si fuera opuesta en algún modo al principio por el cual se rigen los tipos de cambio entre *standards* oro. Como es natural, esas personas creen que entre uno y otro principio hay contradicción, lo cual es un error. Es sencillamente imposible restaurar el patrón oro sin que el poder de compra de la moneda en los respectivos países se restablezca en las mismas proporciones que tenía antes de la guerra. El restablecimiento de un tipo constante de cambio entre países con *standard* oro, no depende principalmente de que esos países posean un patrón oro, sino de que el poder adquisitivo de sus billetes se mantenga en cierto nivel ajustado al *standard* oro. Así, la condición fundamental para fijar el tipo de cambio, aun entre *standards* oro, es una razón fija entre el poder adquisitivo interno del papel moneda. Un país que

desee volver al régimen oro, se verá, por consiguiente, obligado a asegurar cierto poder de compra definido a su moneda; y la principal significación de un régimen a oro, en realidad descansa en esto: que de un modo visible obliga a los responsables de la moneda en el país, a someterse a esa imperiosa necesidad.

Si el poder de compra del papel contra mercaderías, cayera considerablemente más abajo de lo que debe ser, entonces surgirán demandas de oro (conversión), desde que el oro mantiene a todo evento su poder de compra contra mercaderías en los otros países a patrón oro. Contra tales demandas de oro, las reservas acumuladas no son de ninguna utilidad. La convertibilidad del billete en el país sólo puede ser sostenida mientras el poder adquisitivo del billete se mantenga en su justo equilibrio. Así, la posibilidad de volver al antiguo régimen a oro o la adopción de nueva unidad de más bajo valor, depende del nivel al cual el valor interno de la moneda fiduciaria puede ser estabilizado, en relación con el poder de compra de las monedas de oro,—o sea, en la actualidad,—por el poder adquisitivo del dólar.

La estabilización del poder adquisitivo,—el del nivel general de precios,—no puede eludirse, porque los cambios dependerán siempre en primer término del poder de compra interno de la moneda. Es una idea absolutamente falsa la de que el régimen a oro nos libertará de la necesidad de administrar el crédito de tal modo,—especialmente el interés bancario,—que permita asegurar la mayor estabilidad al poder de compra de la moneda del país. Y a la inversa, una administración del sistema monetario del país en el sentido indicado, bajo circunstancias normales, es condición ineludible para mantener firmemente un *standard* oro. Es de mucha importancia aclarar bien este punto cuando entremos en un estudio más concreto del problema de restaurar las condiciones monetarias normales del mundo.

LA INFLACION DESPUES DE LA GUERRA

De acuerdo con la teoría que erróneamente ha prevalecido, la suba de precios era sólo considerada como un resultado de la guerra, y se esperaba que después del armisticio se hubiera pronunciado una baja de precios. Todo iba a volver a las condiciones anteriores a la guerra. Cierta baja, por algunos meses, se produjo. Pero en el curso de 1919 se renovó la inflación en todas partes, forzando los precios, en algunos países en mayores proporciones que durante la guerra.

En Suecia hubo una baja considerable, desde un índice de 377 (octubre 1918), se había descendido a 307 en octubre de 1919. Se reinicia una suba de precios que llega a 366, en junio 1920 (igual al índice el mes del armisticio). Son fenómenos de inflación que no tienen que ver con la guerra.

En Inglaterra, la baja fué de más corta duración. De 231 en noviembre de 1918, el índice de precios bajó a 212 en marzo de 1919. Luego vuelve el alza que llega hasta 313 en abril de 1920.

En Estados Unidos la baja fué leve. Del índice de 206 en noviembre de 1918 bajó a 197 en febrero de 1919. Pero en mayo y junio había ya vuelto a 207. En julio estaba en 219. En mayo de 1920 el índice era 272.

En Francia y en Italia, después de insignificante baja, una violenta suba se produce. El nuevo máximum en Fran-

cia fué en abril de 1920 con 588, contra 366 en noviembre de 1918. En Italia llegó a 670 en noviembre de 1920, comparado con el índice de 409 en noviembre de 1918.

En general la baja transitoria fué apenas un poco más grande de la que hubiera podido causar la mejora en la provisión de artículos que fué resultado del restablecimiento del comercio internacional. Es especialmente el caso de Suecia, puesto que el comercio de exportación a este país estaba excepcionalmente restringido en el último período de la guerra. En cuanto a otros países, la baja no pasó de 5 a 10 %, y debe atribuirse a mayor disponibilidad de mercaderías.

También, naturalmente, fué un factor determinante la política del descuento. Mientras prevaleció la idea de que la paz traería la baja de precios, pudieron bajar a pesar de un tipo de descuento bancario reducido. Pero si queremos notar cómo fué que el nivel de precios en Suecia durante 1919 bajó tanto más que en Inglaterra, no debemos perder de vista el hecho de que el Banco de Suecia tuvo el interés del descuento a 7 o|o hasta el 24 de abril, luego a 6 y 1|2 hasta junio 12 y a 6 desde esa fecha,—mientras Inglaterra tuvo siempre, durante ese tiempo, el descuento a 5 % y sólo el 6 de noviembre de 1919 lo subió a 6 %.

Que el mucho más bajo tipo de interés del Banco de Inglaterra durante 1919 tuvo excepcional efecto en mantener los precios, que no bajaran, y fué luego un factor para que subieran, es tan evidente como instructivo.

La nueva suba de precios que ocurrió durante 1919 y culminó en 1920, tuvo el carácter de nueva inflación. En cuanto a las causas de esta inflación, debemos recordar en primer término el derroche que se produjo en todas partes

en la administración del Estado. Durante la guerra los políticos predicaron la idea de que el Estado tenía recursos inagotables y fué difícil librarse de esa ilusión en momentos en que tantas cosas se pedían al Estado. Todas las necesidades públicas no atendidas durante la guerra pedían urgente atención, sin mucha consideración hacia la posibilidad de procurar recursos. Los gastos se cubrían con recursos bancarios, o con empréstitos, o por impuestos, todo lo cual implicaba continua creación de billetes de banco.

El avance democrático que resultó de la guerra, demostró en todos los países una tendencia a aumentar los gastos del Estado. Inglaterra pronto reaccionó e impuso una política de economías, compatible con la atención de lo más urgente. En otros países de tradición menos desarrollada en la escuela de una sana economía fué más difícil reaccionar. En los países en plena revolución, como Rusia, la inflación fué sin límites. Lo mismo en Hungría y Finlandia. En Alemania ocurrió uno de los ejemplos de más universal repercusión.

Concretándonos a los Estados donde el régimen permaneció más regular, se puede examinar qué causas determinaron principalmente la nueva inflación. Se notó primero la demanda por materias primas y de alimentación. Los precios de ciertos productos aumentaron considerablemente en 1919 y 1920.

Para el grupo que incluye carnes y granos, el índice de 216 en 1918 ("The Economist" 1913=100) llega a 267 en octubre de 1920; para textiles, de 284 pasa hasta 465; en minerales, desde 166 va a 252. Esto que ocurría en Inglaterra era análogo en Estados Unidos.

La importación de esos productos en Europa y Estados Unidos, asumía proporciones extraordinarias. Este último tuvo que exportar oro para sus pagos a Sud América y a Asia. En 1919 exportó oro a Sud América por pesos 87 millones y en 1920, por 94 millones.

Ninguna de las razones expuestas es suficiente para una verdadera explicación de la suba general de precios que tuvo lugar después de la guerra. Sin un correspondiente aumento en la provisión de medios de pago, ni la creciente demanda de las finanzas del Estado, ni el deseo de comprar mercaderías hubieran causado la suba general de precios, que en su verdadera esencia, en todos los casos, es un fenómeno monetario.

En todas partes la provisión de medios nominales de pago, de poder de compra, ha sido determinada por la política del crédito de los respectivos bancos centrales, y particularmente, de su política del descuento.

Debería creerse que la tendencia a la suba de precios, unida a la violenta especulación que en todas partes surgió como una consecuencia de aquel fenómeno,—y, en lo que se refiere a Europa,—el desarrollo en extremo peligroso de la importación excesiva,—sería causa suficiente para que los bancos centrales impusieran una política restrictiva. Si alguna vez la suba del tipo de descuento fué indicada, fué seguramente en la primavera de 1919, cuando la expansión más se pronunciaba en el crédito. El Banco de Inglaterra, sin embargo, tuvo el descuento a 5 o|o, como venía desde abril de 1917. Subió a 6 en noviembre hasta abril de 1920, fecha en que fué elevado a 7 %.

El Banco de Francia permaneció con 5 % hasta abril de 1920, en que subió a 6. El Banco de Noruega que en 1919 al principio cobraba 6 %, rebajó a 5 y 1|2 en mayo, hasta que en diciembre subió de nuevo a 6 %. El Banco de Suecia que empezó el año con el razonable interés de 7 % rebajó a 6 y 1|2 en abril y a 6 en junio. Sólo en marzo de 1920 volvió al 7 % y en setiembre elevó el tipo a 7 y 1|2 en vista de que la corriente comercial marcaba el más alto nivel. El Banco de Holanda mantuvo sin alteración el des-

cuento a 4 y 1|2 hasta octubre de 1920, en que subió 1 % para los préstamos.

De todo esto se deduce que los bancos centrales juzgaron la situación erróneamente. No comprendieron la necesidad de subir el descuento hasta que el exceso de moneda fiduciaria produjo nueva inflación mayor que la ocurrida durante la guerra. Además, los primeros pasos vacilantes en el sentido de elevar el descuento fueron ineficaces para evitar la suba de precios que ya había tomado impulso. Naturalmente, la doctrina imperante de la ineficacia del tipo del descuento bajo las extraordinarias condiciones económicas de la guerra y subsiguientes, contribuyó en gran medida a la débil actitud de los bancos centrales en tal período. Pero esa falsa doctrina se puso en evidencia con la inflación que causó el bajo tipo de descuento.

En el mismo terreno estuvieron los Estados Unidos hasta el otoño de 1919, con una tasa de descuento de 4 o|o. En noviembre se subió a 4 y 1|4. Sólo cuando el país había perdido cientos de millones de dólares en oro y cuando el índice de precios marcaba 230, se pensó en subir el tipo del descuento, aunque tímidamente de 1|4 y de 1|2 %. La consecuencia de esta vacilación fué que después tuvieron que hacerlo vigorosamente.

El New York Federal Reserve Bank, que en 1919 mantuvo el tipo de descuento, de 30 a 90 días, a 4 3|4 aumentó a 6 el 21 de enero de 1920 y a 7 % el 29 de mayo. Estas subas ocurrieron dos meses más tarde que en Londres. Su influencia se ejerció justamente contra el culminante momento de la **prosperidad,** cuyo exponente era el índice de 270 en el nivel general de precios.

Para todo el que examine los hechos resulta evidente que

la muy generosa política del descuento en 1919 es la responsable de la gran inflación que siguió, y que ello se relacionaba con las finanzas del Estado. (1)

El Tesoro colocó más de 20,000 millones de dólares en bonos, etc., y los bancos dieron adelantos sobre esos valores para facilitar su colocación.

La política del descuento tardíamente aplicada en Estados Unidos, tuvo su efecto en Europa. Como el valor interno del dólar estaba tan reducido por la inflación, el valor interno de las monedas europeas no aparecía a la luz en toda su depreciación.

La nueva inflación después de la guerra produjo mayor depresión en el valor del oro. Desde el principio de la guerra hasta abril de 1917 el *stock* de oro en Estados Unidos aumentó en 1,200 millones.

A pesar de la considerable desvalorización interna del dólar de 1919 a 1920, dicha moneda mantuvo relativamente más alto valor que las monedas fiduciarias europeas, que al propio tiempo experimentaron nueva inflación, en parte más violenta que la ocurrida en América. El resultado fué que el oro pudo continuar su migración de Europa a los Estados Unidos. Cuando la actividad comercial inherente al período de aprovisionamiento de materia prima declinó, cesó también la exportación de oro de los Estados Unidos. El balance del oro en los Estados Unidos fué exacto a mediados de 1920. Así, a pesar de la caída interna del valor del dólar, éste mantuvo su paridad con el oro. Como, también gracias al enorme *stock* antes acumulado, los Estados Unidos podían satisfacer todos los pedidos de oro del mun-

---

(1) Véase mi 1.ª Conferencia. (*Nota del Traductor*).

do, no era posible, prescindiendo del costo de transporte, que el oro en ninguna parte tuviera mayor poder adquisitivo que en los Estados Unidos. En otras palabras, el valor del oro fué deprimido hasta el nivel en que quedó en América, y este nivel fué determinado por el valor del dólar papel.

Durante este período de inflación de la post-guerra, los Estados Unidos asumieron una posición única que es excepcionalmente notable. Es un singular fenómeno, en efecto, el de una moneda fiduciaria que se deprecia por su inflación y que puede arrastrar al oro en su caída. Y no es de maravillarse si al mundo le es difícil comprender exactamente lo que sucedía durante el período de inflación respecto del cual nos hemos ocupado. En abril y mayo de 1920 cuando los precios en Inglaterra y América alcanzaron el más alto nivel, el promedio de las cotizaciones en Londres para el oro fino era de 105 chelines y hasta 107.5, por onza troy, cuya par es 84.96 s., pero era, sin embargo, mucho menos que las anteriores cotizaciones y no eran, por lo tanto, inquietantes. La caída en el valor del oro durante este período, como durante la guerra, parece haber sido una razón para que la inflación en Europa apareciera en términos menos notables de lo que de otro modo hubiera ocurrido.

PROGRAMAS DE REFORMAS

El peligro de la inflación se reconoció en todas partes y se le buscó remedio. En Inglaterra se nombró al efecto, en 1918, el "Cunliffe Comité" para estudiar el asunto y emitir opinión. En el mismo año se presentó el informe aconsejando volver al régimen oro en en el más breve plazo. El Gobierno debía dejar de contraer nuevas deudas y si fuera posible, pagar las antiguas. El Banco de Inglaterra debería subir el descuento para evitar la salida de oro y cortar toda expansión especulativa del crédito.

El principal interés del Comité era restringir la circulación fiduciaria no garantida con reservas de oro. Para esto aconsejaba acumular las mayores reservas posibles en el Banco de Inglaterra. El mínimo normal de éstas debía ser 150 millones de libras. Hasta que ese propósito se obtuviera y se hubiese conservado al menos un año, con una situación satisfactoria respecto a los cambios, la emisión en descubierto debía ir discretamente reduciéndose. Si así se rebajaba la suma de dicha emisión durante un año, esa cifra debería ser la máxima para el siguiente, salvo caso de justificada necesidad. La suma definitiva de emisión en descubierto a permitirse no se fijaría hasta que los cambios funcionaran normalmente, con la garantía mínima de 150 millones de libras oro.

Hacia fines de 1919 el Comité dió su informe definitivo, confirmando tal plan. El régimen de restricción a la emisión

en descubierto tuvo aplicación inmediata, y rigió para 1920. Pero se cumplió más bien por el aumento de las reservas de oro que por la reducción de los billetes.

El promedio de la circulación total, — del Banco y del Gobierno, — fué

	Millares
Enero de 1918	£ 257,160
Noviembre de 1918	" 359,260
Diciembre de 1918	" 382,160
Enero de 1919	" 380,960
" de 1920	" 421,950
" de 1921	" 461,060

El más alto promedio mensual fué diciembre de 1920, con 472.97 millones. Ese aumento fué efecto de la transferencia del oro de los bancos, al Banco de Inglaterra, como lo propuso el Comité. Sin duda, la circulación aumentó considerablemente después del primer informe del Comité.

Los precios acompañaron, como es lógico, esa suba. El índice ("The Economist") subió de 227 en noviembre de 1918 a 310 en marzo de 1920 (100 para 1913 como base). Que a pesar de esto fuera posible acrecer las reservas de oro, se debe en parte a la ya citada transferencia obligatoria y a que no se aceptó la indicación del Comité en cuanto a restablecer la conversión.

A la luz de esta experiencia, la inconsistencia del informe del Comité es notoria. Estaba bien lo de restablecer el régimen a oro, por el régimen previsto. Pero para ello, el Comité fallaba en dedicar atención al más importante problema de saber en qué medida una baja en el nivel general de precios se produciría, y qué influencia tendría semejante depresión sobre las industrias del país y sobre las finanzas del Estado. Ni se preocupó tampoco el Comité del ca-

rácter internacional del problema. No hizo resaltar la gran importancia del hecho de que el valor del oro estaba deprimido por la inflación general.

Su exposición en cuanto al alcance de la inflación en Inglaterra, era, por consiguiente, vaga y no explicaba con precisión hasta qué punto una reducción en el nivel general de precios era forzosa para restablecer el régimen a oro.

Esa cuestión no hubiera podido ser contestada, a menos de que al mismo tiempo el desarrollo de los precios en los Estados Unidos se hubiera tenido en cuenta; y, desde luego, una política que deliberadamente se propusiera la restauración del patrón oro inglés, no era posible sin el concurso de los Estados Unidos. Es verdad que el Comité Cunliffe expresaba la opinión de que "es probable que después de la guerra los precios en el mundo permanezcan por varios años, si no permanentemente,—a muy elevado nivel".

Esta profesía implica que el valor del oro permanecerá bajo, pero el Comité no se detiene en análisis sobre la importancia de su augurio, ni de los factores que determinarán el futuro poder adquisitivo del oro. Ni parece que el peligro de una innecesaria competencia por acumular reservas de oro en los bancos centrales, haya preocupado al Comité, como un hecho fundamental en el problema de restablecer el régimen a oro.

El programa de desinflación del Comité fué, en primer lugar, relacionado con las finanzas del Estado. Las dificultades a este respecto han sido expuestas en la Monthly Review del Barclay's Bank, en estos términos:

"Lo más esencial es que el Gobierno cese de empeñarse, de pedir préstamos, y que se creen impuestos no sólo suficientes para los gastos sino para reducir las deudas. Esto es sólo practicable en época de prosperidad, pero el informe Cunliff no tiene nada parecido a un análisis de la situación a crearse si ocurre una crisis comercial.

"Esto es lo más curioso, porque una desinflación monetaria efectiva en sus grandes efectos, tiende a deprimir la industria, desde que una firme y persistente baja de precios desalienta la actividad comercial. Sólo mientras la industria está en auge y se puede recaudar bastante de los impuestos sin perjudicar la producción, es recomendable la política trazada por el Comité Cunliffe. Pero si la depresión comercial se hace muy aguda, la desinflación monetaria será, tarde o temprano, imposible, porque se inhabilitará el propio Gobierno para obtener rentas de los beneficios industriales. Si se insiste en esa política desde el momento en que sea inaplicable, un grave peligro surge, porque el pago del impuesto afectará al capital, y así retardando la reacción comercial y reduciendo la capacidad productiva de la nación, se acentuará el mal que se deseaba curar."

El informe del Comité Cunliffe tenía para Inglaterra este significado: que fijaba prematuramente la idea de que la finalidad de la política monetaria debía ser la restauración del régimen a oro. La limitación de la emisión en descubierto era una invocación a la necesidad de mantener la emisión dentro de límites razonables. El informe, sin embargo, no ofrecía mucha orientación para los medios prácticos de cumplir el programa. Ni fueron por cierto, satisfactorios los resultados obtenidos. Más de cuatro años después del nombramiento del Comité, su principal indicación, —el restablecimiento del régimen a oro,—está aún sin cumplirse, en tanto que la depresión que pudo ser prevista como consecuencia de la desinflación, ha continuado, y ha demostrado ser de un carácter extremadamente serio.

Es muy propio del espíritu inglés no descorazonarse ante las dificultades con que hay que luchar, y continuar en sus planes, sea por cinco o diez años. Pero esta fuerza de propósito hubiera sido más útil si se hubiera comprendido bien

el problema, su alcance nacional e internacional y se concibiera con acierto los métodos por los cuales el fin buscado se podía alcanzar.

Una más amplia visión del problema monetario integral fué expuesta por Lord D'Abernon, quien, en un discurso en la C. de los Lores el 26 de noviembre de 1919, criticó las superficiales ideas corrientes y señaló puntos conducentes a una verdadera explicación.

El había pedido previamente al Gobierno, informes sobre la producción, movimientos de precios, emisión de billetes, etc., en diferentes países a fin de observar si las causas del alto costo de la vida debían atribuirse a menor producción o a crecimiento artificial de medios de pago.

Esa información demostraba que la producción mundial para un número de importantes artículos era sólo ligeramente menor que antes de la guerra. De esto, Lord D'Abernon infería que la suba general de precios no tenía nada que ver con la reducción de productos. La provisión mundial de mercaderías durante 1918 ascendía probablemente al 90 % de la de 1913. Pero la cantidad de medios de pago se hizo cinco veces mayor durante la guerra. La suba de precios, por tanto, debía esencialmente atribuirse a la excesiva cantidad de medios de pago. Esta conclusión, además, estaba reforzada por el hecho de que los precios en varios países habían subido en estrecha conformidad con la excesiva emisión de papel moneda.

Las subas de precios en distintos países, a su turno fueron causa de la enorme dislocación de los cambios que presenciamos hoy. La explicación común que trata de atribuir ese fenómeno a las deudas internacionales, o a la alteración en el balance de comercio, era enteramente indefendible. Si el porcentaje de metal en el *standard* monetario de un país estuviera reducido en una mitad, sería evidente para todos que el tipo de cambio del país no podía perma-

necer inalterable. Pero el resultado será exactamente el mismo si un país con *standard* papel, de pronto duplica la cantidad de billetes. En esto se halla la esencial explicación de las alteraciones que los tipos de cambio sufrieron durante la guerra. La alteración en el valor interno de las monedas fiduciarias representa una causa tan imperiosa en la dislocación de los cambios, que todo el esfuerzo para mejorar los cambios por el aumento de la exportación, o por la menor importación, es tan eficaz o útil como tratar de contener la ascensión de la marea, produciendo con artificiales soplos de viento, un oleaje contrario en la superficie del agua!

Este formidable golpe aplicado a esa ilusión hasta entonces tan acariciada, fué recibido en la Cámara de los Lores con grandes aplausos.

El orador agregó que los datos recién publicados destruían completamente la teoría en virtud de la cual había actuado la mayor parte de los Gobiernos del mundo. Era, por consiguiente, necesario encontrar nuevas bases para procedimiento. Seis meses de un manejo conveniente de los medios de pago del mundo hubiera hecho mucho más para reducir el costo de la vida que lo realizado en los últimos tres años bajo Comisiones de control de alimentos, tribunales contra los aprovechadores y proclamas a los productores y consumidores para que aumenten los unos la producción y reduzcan los otros el consumo. Si solo Inglaterra tuviera un adecuado control sobre los medios de pago, habría podido librarse de la perturbación de esas restricciones en la importación de productos así como de la prohibición de exportar moneda. El mal del alto costo de la vida no ha sido de ninguna manera enviado por la Presidencia, sino provocado por medidas directas inspiradas en una política que debe ser invertida.

Este problema influye sobre todos los otros, y mientras no se le trate desde el punto de vista exacto, todos los esfuerzos encaminados en otra dirección serán vanos. El erróneo manejo de la moneda es la más poderosa y terrible de las causas de malestar social. Pero en esto hay en realidad un camino a seguir.

Lord D'Abernon propuso que una nueva e imparcial Comisión fuera designada para informar sobre las causas del alto nivel de precios y la influencia de la política monetaria al efecto. Propuso también que el Gobierno convocara una conferencia internacional para discutir las condiciones monetarias y la situación de los precios. El vizconde Peel contestó en nombre del Gobierno que esas proposiciones serían sometidas al Gabinete. Reconoció la exactitud con que Lord D'Abernon definía el problema y encareció la excepcional importancia de la cuestión planteada.

Entre los más importantes documentos que tratan del problema monetario durante este período debe también mencionarse la "Declaración Económica" del "Consejo Supremo", el 8 de marzo de 1920. Esta declaración, entre otras cosas, señala especialmente el hecho de que la depreciación del oro es debida a las considerables cantidades que se permitió salir de Europa y afluyó a otros países. Pero no se hace un profundo análisis del fenómeno ni se extraen las consecuencias con relación a la vuelta al régimen a oro. Se reconoce que el colapso de los cambios es, por lo menos en parte, resultado del reducido poder de compra de la emisión menor. Sin embargo, todavía se insiste en la idea de que el cambio depende de la balanza de comercio. Un saldo contrario es considerado como una razón para que el valor de una moneda en términos de las otras caiga más abajo del nivel determinado por la relación entre el poder de compra interno de esas monedas. Se dice que esa desvalorización de una moneda aumenta los precios de las mercaderías

importadas y así contribuye a hacer el alimento y las materias primas dentro del país más caras. Para remediar eso se recomienda un aumento en la exportación. Antes de que esto sea posible, debía establecerse un equilibrio temporario con el auxilio de créditos comerciales privados, acompañados de la reducción de las importaciones no esenciales hasta un mínimo absoluto. La declaración termina por recomendar una política de desinflación, que debía realizarse por los siguientes medios:

a) Reducción de los gastos del Estado a lo que pudiera ser cubierto por las rentas recaudadas;

b) Imponer adicionales contribuciones en cuanto fueran necesarias para realizar ese fin;

c) Consolidar en empréstitos a largo plazo las deudas flotantes, de modo que su pago pudiera ser atendido por las economías anuales de la nación;

d) Un corte inmediato a la circulación fiduciaria, seguido de una reducción progresiva.

La declaración no examina las dificultades que esa política envuelve, ni la finalidad que se busca al adoptar ese procedimiento.

De particular importancia fué la Conferencia Económica Internacional celebrada en Bruselas, en el otoño de 1920, a invitación de la Liga de las Naciones. Allí se coleccionó un copioso material para el estudio de los grandes problemas económicos mundiales. Pero las conclusiones de la Conferencia no fueron muy concretas en ciertos puntos. Entre las conclusiones que pueden citarse están las siguientes:

a) Ni una moneda internacional ni una unidad de cálculo sería de utilidad práctica frente a las perturbaciones de los cambios.

b) Toda tentativa de limitar las fluctuaciones de los cambios imponiendo controles artificiales en las operaciones, será fútil y perjudicial.

Con respecto al problema monetario el informe concluye: "Nosotros no podemos recomendar ninguna iniciativa para estabilizar el valor del oro, y dudamos de que un ensayo tuviera éxito". Pero el asunto fué legado al Comité Financiero de la Liga de las Naciones.

Por entonces el proceso de inflación que siguió a la paz, asumía las mayores proporciones y era urgente proceder a remediar el mal. Entonces yo escribí un artículo en el "Economic Journal" expresando la opinión de que un proceso que tendiera a reducir los precios al nivel anterior, sería al fin más desastroso de lo que fué el proceso de inflación. Mataría toda empresa y detendría el curso de reconstrucción. Además, un aumento en el valor del oro agravaría para muchos países la dificultad de volver al régimen a oro y acrecería la ya abrumadora carga de las deudas. Era natural, pues, que el mundo deseara evitar nueva suba en el valor del oro.

En oposición a la idea entonces en auge de que la desinflación podía obtenerse por tal acrecimiento en la producción que la hiciera subir al nivel de la cantidad de medios de pago,—sin reducir éstos,—yo demostré que eso sería un proceso muy lento. Con una proporción progresiva de, digamos, 3 % anual, pasarían 31 años para liquidar una inflación señalada por el índice de 250, y no menos de 38 años para que la producción correspondiera a los medios de pago en un país donde la inflación ha marcado el índice numérico de 300.

Además, la continua baja en el nivel general de precios paralizaría toda empresa y causaría una grave depresión económica. En tales circunstancias sería en vano esperar un progreso normal como se deseaba.

A este razonamiento se oponía que el mundo había exp
rimentado muchas veces procesos de baja de precios por la
gos períodos, sin que el progreso se hubiera interrumpid
Se citaba el período de 1873 a 1895 cuando una marca
escasez de oro produjo gran baja en los precios. Pero e
período es, en realidad, también un prolongado lapso
depresión, durante el cual la baja continua era un ser
obstáculo a toda empresa.

Es obvio que una depresión será tanto mayor si se anu
cia de antemano que va a continuar hasta que se llegue
cierto nivel. Un programa así, provocará tal crisis que u
violenta caída de precios sería inevitable.

Un lento y gradual proceso de desinflación es, por co
siguiente, una cosa imposible, un hecho del cual, por cier
las más convincentes experiencias han sido sufridas por
mundo desde mediados de 1920, cuando se inició un proce
general de desinflación.

No puede negarse, sin embargo, que un país que ha p
sado por un período de inflación, puede, bajo condicion
excepcionalmente favorables, adaptarse al gran volumen
medios de pago con que se ha provisto. Este fué el caso
los Estados Unidos después de la guerra civil. Pero ento
ces, durante las décadas sucesivas, el país adquirió u
provisión no interrumpida de inmigración trabajadora
de capitales de Europa, y al mismo tiempo tenía a su disp
sición sus inmensos recursos naturales no explotados, q
pudo aprovechar a favor de aquellos dos elementos. E
caso no se repetirá ahora en muchos países.

En mi primer Memorándum presentado a la Conferenc
Financiera Internacional de Bruselas yo expresé una adve
tencia contra toda tentativa de nueva desinflación. Y
indiqué como medios de producir desinflación, primer
nuevos impuestos para reducir los medios de pago, y, s
gundo, una severa restricción de créditos, particularmen

por la aplicación de elevado tipo de interés. El primero no tenía muchas perspectivas de éxito cuando muchos países no podían con sus recursos impositivos costear sus gastos generales. El segundo hubiera sido eficaz, pero habría causado influencia depresiva en el comercio y en la industria. Siendo así, los métodos de desinflación eran, no sólo difíciles sino indeseables.

En el capítulo de mi Memorándum que se titulaba **"La cuestión del oro"**, yo expliqué cómo el problema de estabilizar el cambio del dólar en Europa sería complicado más aún si los Estados Unidos aumentaban el valor de su papel moneda por un proceso de desinflación. Estaba en el interés de todos los países que Estados Unidos no se propusiera aumentar el valor interno de su moneda. Para estabilizar los cambios entre los países, uno debía empezar por fijar el valor interno de su moneda, y era natural que lo fuera los Estados Unidos. Si el mundo había de volver al régimen a oro, el común interés estaba en evitar que el oro subiera de valor.

Pero no sucedió así. En 1920 se produjo un proceso de desinflación en Estados Unidos que cristalizó en violenta caída de precios, consiguiente suba del dólar, y desde luego, del oro. (1) Eso complicó profundamente los cambios para todos los países y atrajo la atención del mundo. Y aun en los Estados Unidos el público entendía que eso no era el efecto deliberado de una política desinflacionista, sino que la baja de precios era un fenómeno espontáneo. Pero que una moneda pueda en tan poco tiempo experimentar tan grande cambio en su poder interno de compra es un fenómeno de naturaleza monetaria explicable.

Para ello examinaremos las cosas desde un año atrás. Du-

(1) Porque el gran stock de oro en Estados Unidos determinaba naturalmente el valor del metal para el mundo en el precio relativo al dólar papel.

rante el verano de 1919 había en Estados Unidos pocos capaces de negar que el deseo de la nación era obtener una baja de precios. Fué cuando se pronunciaba la campaña del Gobierno contra los altos precios y los aprovechadores. Una amplia organización se dispuso para esto, y el Procurador General Mr. Parmer, que presidía los trabajos, dirigió una comunicación a todos los "Comités de Precios Justos" nombrados por la organización, declarando que era de la mayor importancia que los precios bajaran, y para lo cual contribuirían todas las instituciones federales y estadoales. El 8 de agosto el Presidente Wilson convocó al Congreso a una sesión general con el objeto de obtener apoyo a una campaña contra el alto costo de la vida y contra los aprovechadores. Dijo el Presidente que los precios de la paz eran imposibles en tanto que se mantuviera el régimen económico y financiero de la guerra.

Todos comprendieron que se refería el Presidente al ideal de volver a los precios anteriores a la guerra. Claro está, que ni la gran agitación que esto provocó, ni la enérgica legislación sancionada a tales fines, ni la gran organización tendiente a reducir el nivel de precios, eran capaces directamente de producir una baja, desde que toda la campaña partió de un falso concepto del problema, desconociendo en absoluto su carácter esencialmente monetario, y emplearon, por consiguiente, erróneos métodos. Pero tuvo este efecto: divulgó la idea de que los precios debían bajar y de que el límite era el precio anterior a la guerra. Así cuando los bancos de la Reserva Federal empezaron a adoptar medidas tendientes a reducir créditos y limitar la circulación fiduciaria, el terreno estaba preparado y esas medidas fueron las realmente efectivas, y más de lo que se imaginó el propio "Sistema de la Reserva Federal".

Como hemos visto antes, sólo a fines de 1919 los bancos de la Reserva Federal se encontraron en condición de no dar más preferente atención a los empréstitos de guerra, que hasta entonces habían reducido su libertad de acción, y pudieron así subir el tipo del descuento, como se hizo ya para 1920.

La administración bancaria en los Estados Unidos como en muchos otros países, procedió en el concepto de que sólo debían limitarse los créditos para fines de especulación, pero no a los considerados "legítimos". En realidad, tal distinción es imposible. Las medidas severas para reducir los créditos especulativos es casi seguro que reaccionan de mil maneras distintas en el conjunto de la vida industrial de un país y en la reducción del volumen total del crédito. Más imposible es todavía aplicar una restricción en los créditos especulativos sin forzar una caída general de precios. El proyecto de suprimir tales créditos envuelve en sí mismo el propósito de reducir el nivel de precios. Que éste fuera el propósito de los bancos de la Reserva Federal, parece lógico, y al público debía parecerle una consecuencia del programa del Gobierno.

En su número del 1.° de octubre de 1919 el "Federal Reserve Bulletin" discutía el problema del alto costo de la vida y se refería a las medidas tomadas por el Gobierno. "El problema de reducir el costo de la vida,—decía,—es, principalmente, el de **restaurar el poder adquisitivo del dólar.**" Continúa así: "El dólar ha perdido poder adquisitivo a causa de la expansión del crédito, que,—bajo las necesidades de financiar la guerra,—creció en una proporción mayor a la de la producción y de la economía de productos. La vuelta a una sólida situación económica, y la que implicará tan poca perturbación de las normales relaciones económicas como sea posible, será **una reversión del proceso que ha traído al país a la presente situación.** En otras palabras: la vía de entrada debe ser la de salida".

Es cierto que el periódico aludido cree que eso se puede conseguir con mayor producción y más economía, citando al efecto una opinión del Presidente del Directorio. Pero éste empieza por el característico argumento de que no es posible limitar los créditos, en consideración a las finanzas del Gobierno, sino por un proceso gradual. Sin embargo, la interpretación que cabe es esta: cuando más adelante no sea necesario contemplar esa situación del Gobierno, la reducción de los créditos será el medio de restaurar las condiciones normales. El periódico agrega: "El problema del costo de la vida, en su aspecto financiero, es mal comprendido, siempre que no se interprete en el sentido de restablecer el valor del dólar. Aceptar la depreciación causada al dólar por las condiciones de la guerra y adoptar el *standard* de ese valor para el futuro, sería ratificar la inflación producida por la guerra y las injusticias que de ello se derivan". No se puede negar que la idea dominante significaba un programa de desinflación.

Como es natural, el Directorio dedicaba la primera atención a la seguridad de los bancos del Sistema: la necesidad de mantener suficientes reservas de oro, contra los compromisos. Cuando la proporción de las reservas bajaron en octubre de 1919 (el día 7) hasta 48.3 por ciento, la Conferencia Anual de la Reserva Federal se ocupó con preferente estudio y reconoció la necesidad de medidas restrictivas. Comprendían la necesidad de mayores restricciones, pero al mismo tiempo deseaban hacer saber que no deseaban imponer innecesarias limitaciones a la producción. Se expresaba, no obstante, la opinión de que "una restricción en el interés bancario era el primer paso en el sentido de estrechar una indeseable expansión en los créditos". Sin embargo, el aumento del interés no sería eficaz "a menos de coincidir con una campaña... para asegurar mayor moderación por los bancos en la extensión de los créditos para especulación

y otros propósitos injustificados''. Es, pues, evidente que se planteaba un programa de restricciones que causaría una baja en los precios.

Al principio de noviembre se aumentó el interés en 1|2 % y el ''Boletín'' decía: ''El aumento fué poco, pero interpretado como indicación de un cambio en la política del descuento, tuvo muy buen efecto''.

En julio de 1920 el ''Boletín de la Reserva Federal'' decía: ''Durante el último período las fases características han estado en el esfuerzo por evitar el aumento de los valores de guerra en la cartera de los bancos de la Reserva; en el buen éxito con que se pudo salir del bajo nivel que se había estabilizado con las condiciones de guerra, entrando de nuevo a las bases más altas requeridas por las condiciones comerciales; en los esfuerzos del Sistema por encarrilar la expansión del crédito, induciendo a los bancos a cortar todo excesivo o no esencial avance de fondos''. Se dice además que, ''empezando con noviembre de 1919, se hicieron esfuerzos definitivos por afirmar la situación de la reserva, mediante la aplicación de mayor tipo de descuento en los bancos de la Reserva Federal''; y que ''la operación del control del crédito a través de más alto descuento, ha tenido un notable éxito''.

El resultado fué lento. La proporción de reservas disminuía, y en mayo de 1920, bajó a 42.6 %. Pero era natural que los efectos sólo se hicieran sentir despacio. En cambio, fué decisivo. La relativa morosidad del efecto hizo difícil a la administración el notar las consecuencias de su política restrictiva del crédito y ello fué causa de que la llevaran demasiado lejos. En la asamblea del Federal Reserve Board de 17 de mayo de 1920, se recomendó ''urgir a los miembros de los bancos del Sistema el acortar los créditos, y especialmente para usos no esenciales, así como desalentar toda iniciativa de préstamos para propósitos especulati-

vos, dificultando los pedidos excesivos con la aplicación de más alto interés''. El 29 de mayo de 1920, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York aumentó el descuento a 7 %, ''en vista de la firme presión por fondos,—y recomendando la necesidad de una continua moderación en la solicitud de redescuentos''.

El 17 de mayo de 1920 el Senado resolvió pedir informes al Directorio de la Reserva Federal respecto a qué pasos se proponía dar, o qué recomendaciones, a los bancos afiliados, para contrarrestar la inflación existente en billetes y créditos, y los altos precios que de ello se derivaban y cómo procedería para movilizar los créditos relativos a la cosecha de 1920.

Contestó el Directorio que durante algunos meses pasados ya reconocía que la expansión del crédito en los Estados Unidos crecía en una progresión no justificada por la producción y el consumo de mercaderías. Que el Directorio había aconsejado reiteradamente a los bancos evitar la indebida expansión del crédito y mantener la cartera dentro de límites razonables. En la mencionada sesión del Directorio el 17 de mayo, el Presidente había declarado, entre otras cosas, que ''debían desalentarse los pedidos nuevos o habituales innecesarios, y liquidar los préstamos largos no esenciales. Los bancos no debían tomar medidas drásticas, y sí proceder gradualmente de manera que la liquidación resultara un beneficio permanente, porque una rápida desinflación sería perniciosa y debía evitarse''.

Aquí está, a mi modo de ver, un programa tan claro de desinflación como puede encontrarse en cualquier parte. Se hacen esfuerzos por que la desinflación sea gradual y sin perjuicio de la producción. Pero esto es ilusorio, y es una ilusión que, por decirlo así, está apresurando la política

desinflacionista sin que pueda neutralizar sus consecuencias. En el "Federal Reserve Bulletin" de junio de 1920 se lee: "El acaparamiento indebido de artículos, fué una causa prolífica de pedidos de créditos en los bancos durante los últimos meses." De esto se deduce que el objeto de la política restrictiva debía ser el forzar los artículos de consumo hacia el mercado. Esto no era posible, naturalmente, sin producir al mismo tiempo una violenta caída en los precios. Desde luego debía entrar en la política del Directorio de la Reserva Federal el hacer bajar el nivel de los precios.

Es cierto que, después que la baja de precios inició su proceso, el Directorio de tiempo en tiempo declaraba que ya se había tocado fondo. Pero en esto había error. La consecuencia de una política restrictiva va más lejos de lo que el Directorio imagina. En noviembre de 1920 se declaraba que "el problema de un completo reajuste, ahora se cifraba en colocar los productos y las mercaderías almacenados, sobre bases bancarias adaptadas a los nuevos precios que ahora se habían establecido. Debe esperarse que como los anteriores *stocks* ya se han agotado y los nuevos artículos a los precios actuales toman su lugar, una situación más normal se desarrollará gradualmente." Esto se escribió con referencia al nivel de precios en octubre de 1920, que marcaban el índice de 225 (Oficina del Trabajo). En tal momento, ni con mucho, la mayor parte de la baja de precios que la política desinflacionista del Directorio había de causar, se había efectuado. En junio de 1921 dicho número índice era de 148.

Sin embargo, cada vez que se ha hablado de defender al Directorio contra el cargo de desplegar una política desinflacionista, con sus consecuencias asombrosas, se ha dicho que la baja de precios ocurrió antes de la limitación de créditos, y, que, por consiguiente, la limitación susodicha

no pudo causar la caída de los precios. Este argumento es absolutamente insostenible.

La razón por la cual en algunos casos semejantes a éste, la reducción en el volumen del papel moneda será necesariamente retardada, es muy natural y será analizada en otro capítulo. Este retardo no prueba de ningún modo que la política restrictiva bancaria no sea la primera causa de la caída de precios. Por sus esfuerzos enérgicos para cortar los créditos, y, especialmente por el alto interés del descuento, los bancos de la Reserva Federal produjeron una extensa y a veces precipitada liquidación de *stocks* acumulados,—con fines de especulación,—y redujeron considerablemente las demandas de capital para toda clase de nuevas construcciones y mejoras y opusieron así un serio obstáculo a toda empresa. Una política de esta naturaleza siempre ha sido el medio más seguro de rebajar el nivel de precios. La limitada creación de capital real produce menos demanda de trabajo y rebaja los salarios. Con el incremento de la desocupación y baja de salarios se causa una disminución de poder de compra. Tal como el Directorio lo esperaba, el ahorro normal acumulado durante tal período fué utilizado para cancelar una parte de los superfluos medios de pago. Por la restricción de créditos el Directorio convenció al público de su resuelto propósito respecto al programa desinflacionista, y el público se resistió a comprar, llegando en esto al punto de hablar de una huelga de consumidores. Sólo cuando la gente hubo usado sus vestidos lo más posible, se decidió a comprar nuevos. Igualmente ocurrió con la edificación, que no recomenzó hasta que ya era abrumadora la necesidad de viviendas. Todavía hay gente que duda antes de adquirir algo, por la creencia o temor de que se produzca otra baja. Todo ello fué fruto de la política restrictiva adoptada por la administración bancaria.

Naturalmente, esa política tuvo su oposición, aunque con

argumentos sin consistencia que fueron triunfalmente refutados por los bancos. Tengo presente la crítica de los hacendados. Se quejaban de no haber sido debidamente considerados, y de no haber sido auxiliados para seguir adelante. Contra esto los bancos decían que los créditos para las industrias rurales fueron los más atendidos. Pero, en verdad, dichas industrias fueron las que más sufrieron como consecuencia de la política restrictiva. Esto en parte fué debido al hecho de que, a causa de la situación del mercado mundial, los precios de los productos agrícolas sufrieron una baja relativamente mayor que otros artículos; parte, también, porque las explotaciones rurales se caracterizan por la necesidad de un largo período de colocación del dinero, y, por tanto, una continua baja en los precios causa, por fuerza, mayor perjuicio en la agricultura (1) que en otras industrias. Pero lo que hizo más mal fué que la agricultura había sido estimulada y fomentada para aumentar la producción lo más posible. Las pérdidas que el proceso de desinflación causó a los hacendados americanos, debieron ser enormes, y la indignación experimentada en los círculos agrícolas es muy natural.

La oposición en los Estados Unidos fué tal que se exteriorizó en animosidad contra todo el sistema de Reserva Federal y la centralización de poder que representa. Para un observador de afuera, esto parecería una exagerada actitud combativa. El sistema de la Reserva Federal, significa, sin la menor duda, un gran mejoramiento en el régimen bancario americano. Pero aun un buen instrumento

---

(1) Cuando se habla de agricultura en Europa o Estados Unidos se abarca el concepto de lo que aquí distinguimos como ganadería (*Nota del Traductor*).

puede ser mal usado, y en tal caso, las consecuencias pueden ser serias. Sin la centralización del sistema bancario, que se realizó justamente antes de la guerra, no hubiera podido el país financiar la guerra de la manera eficaz como lo hizo. Pero no debe olvidarse que ese financiamiento se hizo posible solamente por medio de una inflación en extremo perjudicial, que no hubiera podido consumarse, tal vez, con un sistema menos centralizado de bancos. El subsiguiente proceso de desinflación debe verse también como una prueba de la eficacia del sistema bancario, pero esta eficacia resultó desastrosa para el país. La simple eficacia de una organización no es nada. Para utilizar con éxito una administración es preciso que ella sea capaz de satisfacer los más exigentes pedidos. Cuanto mayor sea la eficacia de una administración tanto más será lo que se exige de ella. En el presente caso la administración desplegó, sin duda, gran habilidad técnica. Pero tuvo que afrontar deberes de naturaleza extraordinaria que fué muy difícil dominar del todo.

Se oyó la queja de que el sistema de la Reserva Federal estuvo dependiendo demasiado de la administración política del país. Sin duda, este es el punto más débil de todo sistema bancario centralizado; y, como lo expresó la Conferencia de Bruselas, es de la más alta importancia para todos los países que tienen régimen centralizado, el libertar la administración bancaria de toda influencia política.

LA ACCION Y LOS EFECTOS DE LA DESINFLACION

La política desinflacionista descripta en los dos capítulos precedentes, ocurrió en muchos otros países, y en ellos también produjo más o menos reducción en los precios. Así, en este caso como en el de la inflación de postguerra, de lo cual ya tratamos, podemos con cierta verdad hablar de un movimiento internacional de precios. Pero la tendencia común en el desarrollo del nivel de precios que puede observarse para varios países, no tiene una conexión necesaria con la situación de las correspondientes monedas en cada uno, sino que es la coincidencia de ciertas medidas, con respecto a la política monetaria, y de las ideas del público acerca de la situación económica y las perspectivas de futuro.

Para formar exacto juicio sobre la acción internacional de causas, es importante no olvidar que el mundo ya no se rige por *standard* oro, sino que cada país posee su especial *standard* monetario. Sólo en los Estados Unidos rige el *standard* oro en realidad. En todos los demás países existe régimen de papel moneda con un valor indeterminado. No existe, por tanto, ya ninguna relación fija entre las monedas de los diversos países. Los precios están determinados en cada país por cierta unidad nominal de medida completamente independiente de la unidad empleada por otros países. Así, cada país tiene su especial nivel de precios, y, por consiguiente, no existe una directa y necesaria relación

entre los diferentes niveles de precios o sus movimientos. La experiencia ha demostrado que la falta de un claro conocimiento en este punto ha sido la causa fundamental del erróneo concepto divulgado en el mundo sobre la naturaleza del movimiento de precios; así como de la resistencia a admitir la posibilidad de haber seguido una política monetaria independiente, y de ahí, como consecuencia, la responsabilidad por la situación actual de cada país respecto a su moneda.

Si, desde luego, no existe conexión directa entre las monedas del mundo, hoy, sin embargo, la idea de una restauración futura de esa conexión parece haber actuado como un vínculo entre ellas. En este y aquel país se ha mantenido la esperanza de que el anterior régimen a oro sería restaurado, lo que prácticamente implica restablecer la relación con el dólar. Ciertos países han querido a toda costa que su moneda no cayera en depreciación más allá de la actual diferencia con el dólar. Así, pues, cuando a mediados de 1920 el valor interno del dólar empezó a subir, los otros países consideraron necesario hacer subir el valor interno de su moneda fiduciaria, en igual proporción. En los países de mejor situación, estos esfuerzos impusieron una política restrictiva del crédito, con una caída general de precios. La firme idea de la irresistibilidad de lo que se llamaba un movimiento internacional de precios, contribuyó probablemente en mucho a esa baja. La creencia universal de que sólo los precios de 1914 podían ser considerados como normales, y que, en consecuencia, un "retorno a las condiciones normales" sólo podía significar el volver a los precios de 1914, ejerció una gran influencia subjetiva en el mundo de los negocios y en el ambiente de los consumidores. Esa influencia, naturalmente, facilitó e intensificó el efecto de una política desinflacionista para reducir precios. Pero el factor predominante en la desinflación que ocurrió

en otros países fuera de los Estados Unidos, fué el considerable aumento en el valor interno del dólar, causado por la política desinflacionista de los Estados Unidos.

Pero que siempre es, sin embargo, el monto de los medios de pago de cada país independientemente lo que determina el valor interno de cada moneda, se demostró por el hecho de que, simultáneamente con la baja de precios de que nos ocupamos, ocurrió una considerable suba en aquellos países en los cuales no se detuvo la constante inflación y se continuó proveyendo al público con nuevo artificial poder de compra. Esto parece evidenciar suficientemente que la caída de precios pudo evitarse en otros países también, con sólo una política liberal de créditos que proveyera al comercio con adecuados medios de pago. Así, si alguna relación existe entre el proceso de desinflación de diferentes países, ella es un efecto puramente psicológico.

Después de estas observaciones sobre el carácter general y las causas de la fuerte baja de precios, podemos con mayor confianza considerar los detalles de este fenómeno, que es no sólo de interés, sino de gran importancia práctica.

En la primavera de 1920 se experimentaba en todo el mundo la creencia de que la suba de precios que había ocurrido no era sólida y que tampoco lo era la especulación que había corrido parejas con aquélla. En todas partes se esperaba que estallara la bomba. El terreno estaba así bien preparado para una crisis, y sólo se necesitaba empezar en un punto para que se esparciera a distancia y con toda amplitud.

El primer colapso ocurrió en el mercado para material destinado a la industria de vestir. El control de este material que implantaron durante la guerra los gobiernos be-

ligerantes, empezó a cesar, y los aprovisionamientos acumulados se lanzaron al mercado. Los mismos gobiernos vendieron sus *stocks* de guerra.

Estos cambios tuvieron considerable influencia en el mercado de lanas. Pero la crisis afectó igualmente otros artículos. Grandes *stocks* de cueros y pieles se habían acumulado, mientras la venta de los productos manufacturados se había reducido por los altos precios minoristas. En este artículo hubo una baja en tres meses de 50 %. Lo mismo en la seda acumulada por especulación. Cuando los bancos dejaron de adelantar fondos para eso, la especulación se vió mal y los precios cayeron a la mitad en violenta crisis. Esta repercutió en Japón, donde se generalizó en términos excepcionales.

En marzo de 1920 el índice de precios mayoristas del Banco Central del Japón llegó al máximum de 320. Cayó en abril a 300 y en mayo a 222 (100 en 1913).

Era natural que esa crisis reaccionara sobre los países más vinculados al comercio internacional. En Inglaterra, el nivel general de precios, según "The Economist", llegó en marzo de 1920 a 310. Desde entonces bajó de una manera cada vez más acentuada, que al fin del año sólo marcaba 220.

En Estados Unidos el nivel de precios se redujo del más alto índice, 272, en mayo de 1920 a 189 en diciembre. En Francia marcó 588 en abril ("Statistique Générale"), y bajó a 436 en diciembre. Hasta Alemania, a pesar del incesante aumento de su circulación fiduciaria, no pudo evitar la baja de precios. El índice numérico llevado por el "Frankfurter Zeitung", que en abril de 1920 alcanzó el máximo de 1,714 cayó a 1,473 en mayo. En Suecia, el máximum se vió en junio con el número 366. Sin embargo, no hubo declinación notable de precios hasta octubre. En diciembre el índice había bajado a 299 ("Swedish Trade Journal"). Fenóme-

nos análogos ocurrieron en los demás países escandinavos y en Holanda.

En diciembre de 1920, el "Federal Reserve Bulletin" decía que se había llegado al punto máximo. "Gran reducción de precios—decía,—acompañada de baja en la producción, muchos desocupados, crisis de negocios y quiebras de bancos, han constituído las características de los reajustes, en otros tiempos". Pero entendía que "el presente período de transición había causado un mínimum de tales síntomas, y que, aun cuando el proceso no había terminado, no era probable que las dificultades se intensificaran. El fin de 1920 debía ser considerado como el *turning-point* en el proceso de transición de las condiciones producidas por la guerra, hacia la normal situación fundada en las bases de la paz". En otras partes se creía lo mismo. Como todo el proceso era considerado como una crisis inevitable, subsiguiente a una fase de excesiva especulación, esa idea era natural. Hay que pensar en lo difícil de formar una opinión acertada en medio de aquellas confusas circunstancias del año 1920. El "Federal Reserve Board" perdió de vista la principal fuerza que actuaba en el complicado proceso: su propia política desinflacionista. Yo sé que el Directorio y sus defensores niegan haberse propuesto una desinflación, pero lo que no puede negarse es que, desde la primavera de 1920 a la de 1921 se produjo un considerable aumento en el valor interno del dólar. Entonces, la declinación de precios era evidentemente un fenómeno monetario, y esto era lo ignorado por los administradores de los bancos centrales, no sólo en los Estados Unidos, sino en la mayoría de los países.

Exactamente como en el período de inflación los bancos centrales del mundo nunca hubieran admitido que una depreciación interna de la moneda se estaba produciendo, así durante el período de desinflación nunca hubieran estado

dispuestos a reconocer que la desinflación era un fenómeno monetario y que implicaba un nuevo cambio en la unidad monetaria. Claro está que en tales condiciones las cosas debían juzgarse desde un punto de vista erróneo. Y esto desde el punto de vista práctico era muy serio,—por no decir desastroso,—porque inducía a los bancos centrales a mantener su política restrictiva, aun después del fracaso de no realizar ningún propósito racional y cuando sólo conducía a la finalidad sin objeto de aumentar el valor interno del dólar.

Otros países que no querían ver su moneda más depreciada en relación al dólar no tuvieron otro camino sino seguir la misma política desinflacionista, aunque no lo consiguieron desde la primavera de 1920 a la de 1921. Como el valor del dólar determinaba el del oro, éste subió durante ese período en proporción con el dólar; y por consiguiente, a pesar de toda la desinflación, no estuvieron ni cerca de recobrar la paridad del oro, y aun les ocurrió lo contrario. Como la desinflación afectaba hasta a las mejores monedas fiduciarias, hubo una especie de carrera por levantar el valor interno de las diferentes monedas,—carrera que estaba fuera de todo objeto racional cualquiera.

En los primeros seis meses de 1920 el nivel de precios en Inglaterra, según "The Economist" estuvo en un promedio de 300, mientras el nivel americano marcó 259. Según la paridad anterior a la guerra,—4.86 2|3 dólares por libra esterlina, vemos que las cifras mencionadas dan un promedio para ese período de 4.20 dólares como poder de compra. En mayo de 1921, la desinflación americana llegó al punto en que permaneció prácticamente el resto del año. El índice marca 151, mientras en Inglaterra era 182. Esas cifras dan una paridad del poder de compra de 4.04 dólares por libra. Durante ese año, por consiguiente, el valor de la libra en relación al dólar, tuvo, a pesar de la intensa desinflación

inglesa, un decrecimiento más bien que un aumento. Sólo después que la desinflación en Estados Unidos cesó, fué cuando otros países tuvieron resultado en la valorización relativa interna de su moneda por medio de la desinflación, —comparado ese valor con el del dólar. Así el nivel de precios de Inglaterra cayó de 182 en mayo de 1921 a 162 en diciembre, mientras el nivel americano, en el mismo tiempo, sólo varió de 151 a 149. Lo mismo ocurre en Suecia. Cuando el nivel llegó a su máximo (junio 1920) con 366, el americano estaba a 269 y la paridad del poder de compra era de coronas 5.08. En mayo de 1921 el nivel en Suecia era 218 y en diciembre cayó a 172. La primera cifra corresponde a un poder adquisitivo de 5.40 y la última de 4.31. Así el período hasta mayo de 1921 señala una depreciación de la corona en relación con el dólar, a pesar de la considerable desinflación que había ocurrido en Suecia; pero desde mayo hasta fin del año, a través de continua desinflación, el cambio de Suecia experimentó gran mejoramiento sobre el dólar, que permaneció estacionario.

En la política restrictiva de los Estados Unidos, uno de los propósitos determinados fué siempre el empeño de fortalecer lo más posible la situación de los bancos. El principal objeto fué librar a los bancos de comprometerse en especulaciones y restablecer en ellos una situación de cartera liviana. Pero la gran baja de precios produjo en muchos bancos la situación de esos créditos llamados *congelados* (*frozen*). El valor de los artículos comprados bajó a menos de lo que importaba el capital prestado y la cuenta sólo podía ser liquidada con una pérdida más o menos grande a cargo del banco. En tanto que el proceso de desinflación continuó, nuevos créditos *congelados* aparecían, y entretanto, los esfuerzos por afianzar la situación bancaria parecían inspirar la persistencia en la política restrictiva.

La baja de precios en América produjo el mismo efecto en las condiciones económicas de los países que eran compradores de las mercaderías que América exportaba. Cuando las mercaderías exportadas a los países sudamericanos—por ejemplo,—llegaban a su destino, la baja de precios había sido tanta que los compradores no veían medio de salir del paso a los precios contratados sin perder considerablemente. (1) Los compradores entonces rechazaban los artículos, y éstos, acumulados en los puertos, tuvieron que ser después liquidados por sus dueños con pérdidas. Estas circunstancias se agravaron por el hecho de que muchos productos sudamericanos dejaron de poderse vender con ventaja en los mercados de Estados Unidos. Productos como azúcar, goma, cueros, lana, etc., sufrieron, porque hubo exceso acumulado al mismo tiempo que se experimentaba la gran baja de precios. En consecuencia de ello, la capacidad de pagos de algunos de esos países pronto quedó prácticamente exhausta. En el otoño de 1920 una moratoria, o tolerancia equivalente, se concedió a Cuba y algunos otros países sudamericanos. Esto produjo mayor depreciación de la moneda de esos países en el mercado internacional. ("Federal Reserve Bulletin", diciembre de 1920, enero de 1921).

Pocas veces quedó mejor demostrado el proverbio de que un país debe comprar para poder vender. Cuando Estados Unidos dejó de comprar los productos de los países que poseen materias primas no pudo exportar más a tales países. Ello le ocurrió con el mundo en general. Después de la guerra quedó en condición tal que sus importaciones eran más que suficientes para pagar sus exportaciones. La pro-

---

(1) Expresando en otros términos el pensamiento del autor, la gran valorización del dólar hacía que la moneda sudamericana apareciera sumamente depreciada al pagar los productos adquiridos algunos meses antes. Así fueron abandonados grandes *stocks* de mercaderías en los puertos dejándolas a cargo del remitente, cuando el cambio del peso argentino y del peso uruguayo marcaron la cifra de 170 por ciento. (*Nota del Traductor*).

pia colocación de capital en el exterior no hubiera bastado para cubrir el saldo. En los últimos años, según parece, una gran parte de la exportación no ha sido pagada y es sólo contrabalanceada por una deuda flotante que asciende a varios miles de millones de dólares, de los cuales una muy considerable proporción debe considerarse como completa pérdida.

La fuerte política proteccionista que los Estados Unidos iniciaron después de la guerra, no hizo más que empeorar la situación, particularmente depreciando los cambios para aquellos países que vendían sus productos en los Estados Unidos y eran al propio tiempo principales compradores de los productos que América exportaba. Con ello se opuso un constante obstáculo a la natural expansión del comercio exterior de los Estados Unidos.

La caída de precios en los Estados Unidos perjudicó, pues, su exportación. El mundo tiene aquí un ejemplo en el cual podría aprender alguna cosa en el sentido de corregir una muy común ilusión. En todos los países, durante el período de desinflación, se enseñaba la doctrina de que el bajar los precios y producir más barato era la condición esencial si un país quería conservar su parte en el mercado del mundo. No hay duda que esta idea fué un poderoso factor determinante de la desinflación. Vemos que esa idea es falsa.

Una baja en el nivel general de precios de un país puede tener el efecto de valorizar la moneda de ese país en un grado correspondiente, de modo que la situación con respecto a los compradores del extranjero quede inalterada. Lo que el comercio mundial necesita para marchar y florecer, es estabilidad, un nivel fijo en cada país, y firme tipo de cambio entre los países. El proceso de desinflación ha sido a este respecto contraproducente.

La influencia depresiva causada por la continua baja de

precios no dejó de ejercerse en toda iniciativa o empresa. Los negociantes se ponen en expectativa y paralizan su actividad hasta ver la baja máxima probable, y los consumidores esperan cuanto pueden para comprar a menos precio. La desocupación en gran escala es el resultado. La extensión de este mal en Europa y Estados Unidos ha sido sin precedentes.

Cada país ha sufrido, no sólo de su propia política desinflacionista, sino por la de los otros.

LA LENTITUD CON QUE SE REDUCE LA CIRCULACION

En varios países se ha sostenido que la reducción en el volumen de los medios de pago se ha producido después, y ha sido mucho menor, que la baja de precios, y que es por lo tanto incorrecto describir la baja de precios como un resultado del proceso de desinflación. Es necesario examinar de más cerca esta cuestión, buscando, en primer lugar, qué estadísticas nos pueden informar sobre esta retardada disminución en la provisión de medios de pago.

Con respecto a Suecia podemos ante todo establecer el hecho de que hasta fines de 1920 existió una estrecha relación entre el nivel de precios y la circulación monetaria. Para el último trimestre de 1920 el índice para precios mayoristas demostró un promedio de 325 ("Swedish Trade Journal"); el índice de artículos alimenticios, un promedio de 323 ("Social Board"); y mi índice de la circulación del Riksbank fué 322. Vemos que, prácticamente, en esas cifras hay un perfecto acuerdo. La violenta caída de precios que hubo en Suecia durante 1921, sin embargo, no hizo decrecer simultáneamente el índice de la circulación. Para diciembre de 1921 el "Swedish Trade Journal" en sus índices marca 172; el "Social Board" antes mencionado, da 203, y mi índice de la circulación monetaria permaneció al alto nivel de 258.3. El índice del "Social Board" respecto al costo general de la vida estuvo al fin del año en 216.

Con respecto al nivel de salarios, no hay todavía cifras utilizables. Es posible que esté bastante alto como para

justificar hasta cierto punto el nivel de la circulación monetaria. Los diferentes índices de precios revelan evidente desacuerdo, y en apariencia, no corresponden a un equilibrio económico. Pero no es posible establecer con seguridad qué circulación monetaria habría correspondido al actual nivel de precios. Es obvio, sin embargo, que en este caso un retardo muy apreciable ha tenido lugar en la reducción de la circulación monetaria, según lo que debería razonablemente esperarse que ocurriera juntamente con la baja de precios.

Por razones ya explicadas no es posible, en general, determinar el volumen total de los billetes en circulación comparados con el de antes de la guerra, en el mismo grado de exactitud para otros países que para Suecia. Si, sin embargo, abandonamos la idea de ir más allá de 1920, probablemente hallaremos también en los otros países cifras que demuestran el desarrollo total de la circulación en 1921. En Inglaterra el promedio de la circulación total en diciembre de 1920 ascendía a 472.97 millones de libras. En diciembre de 1921 la cifra correspondiente es 427.28. Es una reducción considerable. Pero es mucho menor que la del nivel de precios, que fué de 220 a 162.

Vemos lo mismo en los Estados Unidos. La total circulación sin contar la de Tesorería y del Sistema de Reserva Federal, calculada *per capita* de la población, era la siguiente:

Fechas	Circulación en dólares	Indice Precios
1920 1.° de enero . . .	49.81	248
" 1.° de julio. . . .	50.19	262
1921 1.° de enero . . .	51.29	177
" 1.° de mayo . . .	46.57	151
" 1.° de julio. . . .	45.02	148
" 1.° de octubre. . .	42.98	150
" 1.° de noviembre. .	42.41	149

Como se ve, de julio de 1920 a mayo de 1921 la reducción en precios representa más de 40 % mientras en la circulación monetaria apenas asciende a 6 por ciento. Después de mayo de 1921, sin embargo, la circulación se redujo considerablemente, mientras el nivel de precios quedó casi invariable. Podemos deducir de esto, aparentemente, que, mientras el decrecimiento en la circulación,—que debía naturalmente acompañar la baja de precios,—fué retardado, se manifestó una tendencia al reajuste de una relación más normal entre la circulación y el nivel de precios.

Se puede notar que durante el período de inflación la circulación monetaria no crece en la misma proporción que el índice de los precios mayoristas, y no se debería esperar que decreciera en la misma extensión durante el proceso inverso. En conjunto, la suba de los precios minoristas y la de los salarios en los Estados Unidos parece que nunca alcanzó el mismo alto nivel como los precios mayoristas, y esto entonces explicaría por qué el monto de los medios de pago en circulación tampoco alcanzó el punto marcado por el índice de precios mayoristas.

En otros países también la circulación durante el período de desinflación ha declinado decididamente más despacio que los precios mayoristas.

Parece, no obstante, un hecho innegable que la reducción de los medios de pago de la comunidad durante el período de la baja de precios que empezó en 1920, se manifestó más tarde, y fué acentuándose con más retardo que la baja del nivel de precios. Esta circunstancia exige particular atención, y es importante para nosotros tener en cuenta las causas que produjeron ese desacuerdo entre el nivel de precios y la demanda por medios de pago. En relación con el nivel de precios la demanda de medios de pago durante el perío-

do de desinflación experimentó una señalada suba, y debe ser posible, al menos en términos generales, aducir las causas de dicha suba.

Debemos, al efecto, en primer lugar averiguar si la demanda en los medios de pago es uniforme en el caso de toda clase de medios de pago. Por lo que respecta a Suecia, he hecho tal investigación con referencia a los cinco primeros meses de 1921 (Informe del segundo trimestre del "Skandinaviska Kreditaktiebolaget").

En esa investigación procuré saber si dicho incremento en la demanda no afectó particularmente tales medios de pago (como podría esperarse, en las condiciones que regían), especialmente adaptados para el atesoramiento por el público, como una reserva de ahorros. Llegué a la conclusión siguiente: Los billetes menores, por ejemplo, de 5 a 10 coronas, son menos aptos para atesorar, y eran, naturalmente, empleados con preferencia en los gastos corrientes. No podían entrar en cuestión los grandes billetes de 1,000 coronas, desde que el público que pudiera poseerlos tiene generalmente una cuenta bancaria y no retira fondos cuyo uso inmediato no le sea indispensable. Tampoco era probable que hubiera fondos en cuenta corriente en mucha mayor escala que los pagos en perspectiva. El atesoramiento de medios de pago debía entonces estar probablemente en las notas de banco de valor mediano, de 50 a 100 coronas.

Así era, en efecto. Durante los primeros tres meses de 1921 las notas de 100 y 50 coronas tuvieron un aumento, comparado con las correspondientes a iguales meses del año anterior, en tanto que las notas de otros valores y fondos en cuentas de cheques, disminuyeron. La conclusión es obvia. El volumen de los medios de pago retenidos con fines de pago inmediato, ha disminuído. Esto puede también suponerse que ocurrió con el caso de las notas de 100 y 50 coronas, que sirven para ese propósito. Pero al mismo

tiempo un considerable monto de tales notas,—como 50 millones de coronas,—ha sido atesorado. Si pudiéramos separar esta parte de la circulación, sería posible obtener estadísticas satisfactorias sobre la reducción experimentada por los medios de pago, durante el período de desinflación.

Es claro, sin embargo, que el decrecimiento retardado de los medios de pago es debido también a causas más generales, que afectan a todas las especies de medios de pago. Cuanto más considerable es la baja de precios, tanto más obvio es que la reducción en los medios de pago no ha podido acompañar la misma velocidad. La explicación no es difícil de hallar. Una política restrictiva del crédito ejerce una influencia directa en los precios, especialmente mayoristas. La simple noticia de que se va a producir la restricción, y de que la administración financiera se propone bajar el nivel de precios, es suficiente para detener a los posibles compradores y en cambio inducir a los vendedores a forzar la oferta. Más bajos precios resultan en las subsiguientes transacciones. Meses pueden pasar antes de que estas ventas se traduzcan en entrega de mercaderías, y más tiempo aún puede transcurrir para que las letras giradas para cubrir esas compras sean pagadas. Es, pues, natural, sobre todo en los precios mayoristas,—y, sobre todo, si la baja es rápida,—que el descenso de precios se anticipe al decrecimiento de los medios de pago. Sin embargo, la restricción en los medios de pago es la verdadera causa de la baja de precios.

La retardada disminución de los medios de pago disponibles, según lo que podría calcularse en la última baja de precios, es un caso análogo al de la circunstancia de que la suba de precios causada por una inflación, puede ocu-

rrir antes de que el aumento en el volumen de los medios de pago haya tenido lugar. Después del punto máximo alcanzado en 1920, la caída de precios fué mucho más violenta que la anterior suba, y es caso de sorprenderse de que haya un pronunciado desacuerdo entre el volumen de los medios de pago y el nivel de los precios. Esta circunstancia, sin embargo, no puede servir por sí misma para explicar la considerable diferencia que existió en 1921 entre el nivel de precios y la disminución de los medios de pago.

Cuando analizamos la provisión de medios de pago durante el período de desinflación, debemos comprender que la fuerte caída de precios misma hace imposible liquidar los viejos créditos en forma normal, y cómo resulta que se quedan en la condición de más o menos *frozen credits*. Esos créditos no desaparecen de los libros de los bancos hasta que se hayan vendido los artículos o hasta que se hayan liquidado como pérdidas por imposibilidad de cobrar. El adelanto de fondos durante este proceso, debe continuar, aunque sea en más reducida escala. Pero toda cifra que muestre en forma estadística la suma total de créditos concedidos en cualquier momento de ese período de liquidación, dará una exagerada idea del volumen de medios de pago en ese momento requerido por las transacciones comerciales corrientes.

Aun la demanda por medios de pago será, sin embargo, anormal en tales condiciones. Las casas de negocio no podrán contar con ninguna seguridad con cobrar sus créditos en la fecha de los vencimientos, y, como lo ha probado la experiencia última de desinflación, deben afrontar la posibilidad de la cancelación de órdenes por artículos vendidos y aún no entregados.

Muchas empresas, pues, están obligadas a tener más dinero en caja, o fondos en cuenta de cheques, de lo que es necesario en condiciones normales. Firmas comerciales o particulares que no están seguras de obtener una renovación, no pagan el total de sus vencimientos y retienen parte en previsión de eventualidades. Mucha gente deja considerables sumas en depósito a la vista, o las guarda consigo en dinero, y esto representa una adición anormal a la demanda por medios de pago.

Este análisis es importante, no sólo porque arroja luz sobre lo que está sucediendo con la desinflación, sino porque destruye falsas ideas respecto a la naturaleza del proceso de desinflación. Está muy difundida la idea de que la caída de precios que tuvo lugar desde mediados de 1920, no tuvo el carácter de desinflación, esto es, no fué el resultado de una política restrictiva del crédito. Esta opinión está generalmente basada en el hecho de que la disminución de la cantidad de medios de pago ocurre más tarde que la baja de precios. Ya hemos demostrado que este argumento es erróneo. Los bancos pueden fácilmente adoptar una política restrictiva del crédito sin producir por eso una inmediata reducción del monto de sus créditos. Si los bancos aplican una sabia moderación en la cobranza de sus antiguos créditos, y si la esperada reducción es por ese hecho diferida, esto no puede aceptarse como una prueba de que no se han opuesto restricciones en la concesión de créditos. La restricción puede ser actualmente efectiva y haber producido una baja de precios considerable, antes de reflejarse en las cifras estadísticas que expresan el total de los créditos acordados.

Aquellos que todavía rechazan el admitir que la causa primaria de los cambios en el nivel de precios debe ser absolutamente de naturaleza monetaria, han concedido gran influencia al detalle cronológico del orden en los cambios

del nivel de precios y del volumen de los medios de pago; y se han fundado especialmente en la retardada disminución de la circulación durante el período aludido, invocándola a manera de razón contra la teoría que explica esta caída en precios como resultado de un proceso de desinflación. Es evidente que estos críticos tienen un concepto demasiado mecánico de la combinación de causas en que se apoya un proceso de inflación o desinflación.

Las causas de una variación en el nivel general de precios no se encontrarán directamente en una variación del volumen de medios de pago empleados en los negocios. Ese total puede apenas ser directamente afectado por la política bancaria. Es el decrecimiento del poder adquisitivo expresado en términos monetarios lo que obra como factor activo de desinflación, del mismo modo que el aumento en este poder de compra es el factor activo en la inflación. Como ya lo hemos visto, la extensión del poder de compra puede en gran parte ser determinado por la política financiera del Estado. Pero en cuanto la provisión de poder adquisitivo es determinada por las condiciones que rigen el crédito bancario, la manera cómo estas condiciones actúan y afectan el deseo de hacer uso del crédito, tendrá una considerable influencia en el poder de compra, y, por consiguiente, en los precios. Así, la causa primaria en la variación del nivel de precios, es siempre hasta cierto punto, de carácter psicológico.

Además debe notarse que cualquiera que niegue que la baja de precios ha sido consecuencia de un proceso de desinflación, no se libra por eso de la necesidad de explicar la falta de concordancia entre el nivel de precios y el volumen de los medios de pago, que caracteriza el período

examinado. Y si piensa seriamente en resolver el problema, tendrá que admitir ciertas explicaciones de carácter similar a las que hemos dado. Y también, naturalmente, aquellos que no aceptarán que la política restrictiva del crédito fué la verdadera explicación de la gran caída de precios que ocurrió en 1920 y 1921, deben buscar otra explicación a ese fenómeno. Tal vez la más a mano de que podrán disponer será el aumento en la cantidad disponible de mercaderías. En realidad, ya se ha recurrido a esa explicación. Como, sin embargo, hasta fines de 1920 la provisión de medios de pago puede decirse que en conjunto estaba en próxima relación con el nivel de precios; y, como lo que pudo considerarse superabundancia de medios de pago, no se puso de manifiesto hasta 1921, se habría supuesto que la oferta de mercaderías era mayor en 1921 que en 1920.

Este no era, seguramente, el caso. Es un hecho bien conocido que la desocupación fué mucho más grande en 1921 que en 1920. Durante 1921 un gran número de buques fueron amarrados, y las estadísticas de exportación revelaron una considerable merma en la cantidad de mercaderías fletadas para el exterior. Las cifras conocidas del comercio exterior demuestran una disminución en la cantidad total de mercaderías. Respecto a Estados Unidos es digno de especial mención que en 1921 la cosecha fué muy inferior a la de 1920. La baja se apreció en 10 % para el maíz, 13 % para el heno, 20 % para las patatas, 54 % para las manzanas, 34 % para el tabaco y 50 % para el algodón. Es entonces evidente que el hecho de mayor disponibilidad de mercaderías no puede tomarse como una explicación de la gran demanda indebida de medios de pago. Al contrario, el decrecimiento en la cantidad de mercaderías durante 1921, es sin duda un factor que contribuye a hacer aparecer más anormal la provisión de medios de pago que existía en 1921.

Cuando se trata de apreciar lo que, en relación con el

nivel de precios, debemos considerar una superabundancia de medios de pago, el público se satisface con frecuencia con una simple mención a la "decreciente velocidad de la circulación" de los medios de pago. Esta referencia es en sí misma prácticamente sin sentido. Debe ser claramente demostrado en qué respectos los medios de pago han sido menos utilizados, y las causas de tales cambios deben tenerse en cuenta. Ese análisis demostraría que ha habido condiciones de tal naturaleza, como las que hemos descripto, que han jugado una parte decisiva en lo que se ha llamado velocidad disminuída de la circulación de los medios de pago; y que, por consiguiente, la causa primaria para ese cambio en la demanda de medios de pago, no ha alcanzado todavía a ser disminuída en la misma escala en que los precios han bajado; o que no se han reducido debido a las perturbaciones causadas por la misma caída de los precios.

Antes de abandonar estas observaciones sobre la retardada disminución de los medios de pago, estaríamos, tal vez, justificados en señalar otro factor que podría haber tenido,—y en ciertos casos con seguridad,—muy considerable influencia en el fenómeno en cuestión. Tengo presente aquí la exportación de billetes de banco mencionada en el capítulo anterior. Los fondos colocados en el exterior no sirven naturalmente como medios de pago para negocios internos, pero son, desde el último punto de vista, considerados como capital atesorado. Parece indudable que un aumento en tales medios de pago colocados en el exterior ocurrió en 1921, y que, desde luego, al menos en el caso de ciertos billetes de banco, la cantidad de medios de pago existentes en la forma de billetes de tal país es considerablemente menor de lo que nos dan a entender las cifras de la estadística. Esto sucede no sólo con las buenas monedas fiduciarias que son usadas en países de moneda poco sólida, parte como medios de pago y parte como medio de conservar valores,

—sino también con malas monedas, exportadas por tales países como medios provisionales de pago y acaparados en el exterior por especuladores de cambios. Así un país como Alemania pudo tener muchos miles de millones de marcos en billetes en el extranjero, mientras en el propio país la gente apelaba a moneda de Suiza y de Holanda. Es obvio que en este sentido la demanda mundial de medios de pago está obligada a salir de lo normal. En tanto tal uso de medios de pago continúe extendiéndose, no es de esperarse que las cifras de la estadística sobre la provisión de medios de pago de un país declinen al nivel de los precios.

EL PROBLEMA DE LA ESTABILIZACION

Si consideramos el proceso de desinflación descripto en el último capítulo, desde el punto de vista de la economía mundial, se verá con toda evidencia cuán notoriamente carece de finalidad. No puede ser de la menor importancia el hecho de que la unidad de moneda que forma la base del comercio internacional haya subido de valor. La sola cualidad que requiere un sistema monetario, la que es esencial para promover el comercio y el bienestar general del mundo, es la *estabilidad*. Aun cuando la guerra y todo lo que ella arrastró en su tren, trastornó radicalmente el sistema monetario mundial, no hay una razón para empeñarse en restablecer las condiciones monetarias que antes prevalecían. No hay nada de carácter esencial en ellas. El factor primordial era el alto grado de estabilidad que tenía entonces la moneda, y es esa estabilidad lo que debemos tratar de restablecer. Este es el único objeto sabio y práctico que nos debemos proponer en nuestra política de los cambios.

Yo sé que muchos opinan de manera distinta sobre el problema; se pide justicia para los acreedores de antes de la guerra, que, debido a la baja de la moneda, han perdido parte de su riqueza. Sin embargo, si realmente nos proponemos tener en cuenta la justicia en el presente caso, debemos juzgar la cuestión desde más amplio punto de vista. Es de toda evidencia que no sería correcto aumentar a costa de la comunidad la suma a cobrar por los acreedores que

prestaron en el peor momento de la inflación. Especialmente las deudas del Estado, en los últimos años, asumieron proporciones muchas veces mayores que nunca antes de la guerra, y este punto de vista tiene gran importancia. Es, pues, imposible hacer justicia restaurando el valor de la unidad monetaria a lo que fué antes de la guerra. En vista de las perturbaciones económicas que ha sufrido el mundo, la justicia no podrá aplicarse de ningún modo, como quiera que se elija el nuevo valor de la moneda. Nos hallamos en presencia de un inusitado ejemplo gráfico de la tragedia de la humanidad, que nunca puede redimir el daño realizado. Si alguna vez nos hubiéramos dado cuenta de esto tendríamos mucha razón para tener seriamente en cuenta la amarga lección en lo futuro.

Si, aparte de esto, podemos aplicar algún alivio donde un evidente desastre se ha producido, eso será seguramente la mejor atenuación aplicable. Los que se creen capaces de hacer justicia aumentando el valor de la moneda deben además tener presente que las pérdidas fabulosas causadas por el proceso desinflacionista, pueden fácilmente dejar muchos reclamos absolutamente sin valor, y que los acreedores entonces recibirán poca satisfacción con el valor de la unidad monetaria, del cual esperaban ver mejorar el resultado de sus créditos. Si alguna mención cabe hacer de la justicia, entonces alguna consideración debe tenerse por los hombres de negocios, gravemente comprometidos, y otros deudores que han sido arruinados por el proceso de desinflación, así como por las masas de desocupados que han sido las víctimas inocentes de este proceso.

Yo creo, a este respecto, que en una discusión sobre el más conveniente nivel para el valor de la nueva unidad monetaria, el más sabio camino es prescindir del punto de vista de la justicia y atenerse puramente a los puntos de vista económicos. Como en todo lo económico, es cuestión

de considerar el porvenir. Nos debemos hacer esta pregunta: ¿Cómo podemos en el más breve término restaurar tales condiciones para la vida económica del mundo, que eviten a éste un retroceso? En cuanto esta cuestión afecta a la unidad monetaria, no puede haber otra respuesta que la siguiente: Debemos, lo más pronto posible, y con los menores trastornos, restablecer la estabilidad, no sólo en el valor interno de las diversas monedas fiduciarias, sino en sus tipos de cambio internacional. El nivel en el cual el valor de la moneda sea fijado, es, relativamente hablando, de secundaria importancia.

Como yo lo predije, el proceso de desinflación fué extremadamente perjudicial. La depresión general que se impuso en todo el mundo es la consecuencia de este proceso. Lo lamentable es que nunca puede decirse hasta dónde la desinflación es culpable de esa depresión. La política insana del militarismo que se ha seguido desde el armisticio, en noviembre de 1918 y que es la causante de que la verdadera paz no se haya obtenido, es por sí misma bastante para destruir la vida económica del mundo, y llevar la ruina y desocupación a todas las naciones. Pero la política desinflacionista es suficiente también por sí sola para producir mucho del mismo efecto. Desde que ambos errores han operado en conjunto, el resultado ha sido una catástrofe, de la cual ninguna de las partes contribuyentes es considerada responsable y en la cual cada una de ellas podría más o menos señalar a la otra como factor predominante en la causa del caos general.

Un resultado especialmente perjudicial del proceso de desinflación es que el peso de la deuda pública se hace más grande de lo que la comunidad puede soportar. Cuando estas deudas han asumido proporciones fantásticas, debe ser

muy peligroso intentar una medida tendiente a aumentar el valor de la unidad en que las cifras están calculadas. Pero esto es, exactamente, lo que se ha hecho por medio de la desinflación.

Es probable que algunos de los países que en 1920 se hallaban ya sobrecargados de deudas, al punto de llegar al límite de su capacidad financiera, se hayan reducido a un estado de insolvencia después del proceso de desinflación. Y donde el caso no sea así, el peso creciente de la deuda pública ha perjudicado seriamente la prosperidad de la vida industrial, y, en general, la vida económica entera del país.

Puede preguntarse qué es lo que indujo a varios países en esa vía errónea. El deseo de hacer justicia a los viejos acreedores no ha sido el factor decisivo. En el caso de los países europeos que entraron por la política desinflacionista, el objeto fué restaurar el patrón oro. La visión formal de que los billetes representan una promesa de pago en oro, y que ella debe algún día cumplirse, ha sido un poderoso motivo. La extraña creencia de que la situación era anormal y que era necesario volver a la condición de negocios anterior a la guerra, tuvo importante influencia en dictar esta política. El público parece haber considerado en general muy poco, la cuestión de si estaba dentro de lo posible restaurar la unidad anterior o qué medidas responderían a sus propósitos. Se dejó de profundizar en la cuestión en virtud de la creencia de que con sólo esperar bastante tiempo se arreglarían las dificultades. La idea de que una restauración de lo que se creía condiciones normales podía obtenerse por una desinflación gradual, fué ampliamente difundida.

Sólo un año de experiencia hubiera hecho ver que tal desinflación gradual es simplemente imposible. Tan pronto como se plantea un programa desinflacionista y se han puesto en práctica los medios bancarios de ejecutarlo, una violen-

ta caída de precios es la inevitable consecuencia. Aun cuando más tarde la baja pueda ser detenida por medio de atenuaciones en la política del descuento, la depresión no puede ser completamente suprimida hasta que la confianza en la moneda se restablezca,—esto es,—hasta que la industria obtenga la seguridad de que toda tentativa de bajar los precios será definitivamente abolida.

Sin embargo, si en países donde el cambio está abajo de la antigua paridad del oro, puede haber la idea de aumentar el valor de su moneda, los esfuerzos en igual sentido hechos por un país cuyo cambio está ya a la par con el oro, serán absolutamente inútiles. La política desinflacionista de Estados Unidos no se puede decir que haya llenado un propósito inteligentemente concebido. En las condiciones que existían, el aumentar el valor del dólar sólo podía producir un aumento en el valor del oro. Tal aumento no podía ser benéfico a los Estados Unidos; para otros países, que luchaban por elevar el valor de su moneda fiduciaria en relación con el oro, el aumento en el valor de éste sólo significaba,—como lo demostramos en otro capítulo,—que todos sus esfuerzos y sacrificios resultaban vanos.

El resultado para el mundo en general fué que no llegó ni a un punto más cerca de lo que es de todas las cosas lo más importante: la estabilización del valor interno de las monedas fiduciarias y de los tipos de cambio entre ellas.

Está en la naturaleza de las cosas que una estabilización de la situación de los cambios en el mundo, debe empezar por la estabilización de la mejor moneda. Una carrera entre países por aumentar el valor interno de sus monedas, será del todo inútil si el país que tiene la mejor moneda también toma parte. Este último debe permanecer firme.

Tal como están las circunstancias ahora, es materia del mayor interés internacional que la unidad monetaria de los Estados Unidos tuviera un valor fijo. Aún cuando el deseo general de volver al régimen a oro pudiera ser descuidado, el dólar tendría siempre una situación preponderante en el sistema mundial de pagos. Otros países tienen deudas y están interesados en deudas en vasta escala en los Estados Unidos. No puede considerarse como una solución satisfactoria que Estados Unidos tenga en sus manos el poder de aumentar arbitrariamente el peso real de esas cargas de deudas, mediante el aumento del poder adquisitivo del dólar. También, en vista de la parte que toman los Estados Unidos en el comercio del mundo, es, por cierto, muy importante, que el valor del dólar permanezca lo más firmemente fijo que sea posible.

Se debe observar, además, que una estabilización del valor interno del dólar, implica una estabilización del valor del oro mismo, y de ahí adquiere considerable importancia para el conjunto de los esfuerzos del resto del mundo por volver al *standard* oro.

Afortunadamente el interés experimentado por el resto del mundo en la estabilización del dólar, no es opuesto al interés de los Estados Unidos. Tanto por lo que respecta a su vida económica interna, cuanto por su comercio exterior, los Estados Unidos deben procurar una situación monetaria estable, lo más pronto posible. Desde mayo de 1921 el proceso de desinflación en los Estados Unidos ha cesado prácticamente, y el nivel de los precios mayoristas,—según la Oficina del Trabajo,—ha mostrado una evidente estabilidad, con sólo pequeñas oscilaciones alrededor del número 150. No hay signos de una suba de precios. El porcentaje de oro en los bancos del Sistema de Reserva Federal, ha ido aumentando firmemente, y a principios de 1922 llegó a 77.2 por ciento (15 de enero).

Es posible que este alto porcentaje de oro indujera a los bancos a usar sus reservas metálicas como base para aumentar sus billetes. Por cierto, ya han iniciado una política más liberal de créditos. Sólo necesitan las condiciones externas, especialmente políticas, para una evolución favorable en las tendencias hacia una era de progreso, que será acompañada de suba de precios. Es de desear que esa suba de precios permanezca dentro de estrechos límites. **El deber de una sana política bancaria que tenga por objeto la estabilización de la moneda, debe ser el evitar toda alteración en el nivel de precios.** Sobre todo, conviene una advertencia contra las tentativas de utilizar las posibilidades existentes en el interés de las finanzas del Estado. La tentación de crear fondos mediante una inflación, para cubrir gastos, debe resistirse a toda costa.

Sin embargo, una suba de precios de 10 a 15 % no sería peligrosa si ocurriera en conjunto con un gran mejoramiento en la producción americana, y después de restablecer la confianza de la industria en el futuro. Además, esa ligera baja en el valor del dólar resultaría una sensible ventaja, en cuanto haría posible a las mejores monedas fiduciarias europeas, reasumir en seguida su antigua paridad con el dólar, y, de ahí, fijar las bases para una más general restauración del *standard* oro.

La estabilización de las condiciones mundiales de los cambios, debe ser un proceso gradual. La vía natural es la de empezar por crear lo que he denominado un "**centro de estabilidad**", restableciendo la antigua paridad entre el dólar y la libra esterlina y manteniendo esta situación para el futuro. La gran importancia que ese paso progresivo tendría para el restablecimiento de la confianza mundial debe ser perfectamente comprensible. Se habría ganado un firme

punto de partida para un continuo esfuerzo hacia la estabilización de otras monedas, y este esfuerzo podría a la vez dirigirse hacia el nivel del "centro de estabilidad".

Además, el mantenimiento de una relación firme entre la libra esterlina y el dólar traería cierta estabilidad, no sólo en el valor interno de dichas monedas, sino también en el valor del oro. Es claro que el poder de compra de cada moneda podría fluctuar más si las monedas fiduciarias son independientes una de otra que si están ligadas por la condición de estar constantemente a cierta paridad.

Como se ha hecho la objeción de que esa paridad entre el dólar y la libra no puede obtenerse por ninguna medida exterior, y que la experiencia ha demostrado la inutilidad de tales tentativas, es necesario insistir en que la estabilización a que yo me refiero es algo muy diferente de la que se mantenía durante la guerra y algún tiempo después del armisticio. Mediante el otorgamiento de ilimitados créditos por el Gobierno de los Estados Unidos, el tipo de cambio entre el dólar y las monedas de los aliados fué sostenido con éxito. Esta política tuvo que abandonarse en la primavera de 1919, cuando llegó el momento de volver la situación de cada país a las bases "comerciales" de sus compromisos respectivos,—y desde entonces ha sido evidente que el tipo de cambio debe ser determinado por factores económicos objetivos. Esto es natural y perfectamente claro.

Toda tentativa de mantener los tipos de cambio en forma que los aparte esencialmente de la paridad del poder de compra, resultará a la larga, un vano empeño, y producirá peligrosas perturbaciones, interponiéndose en el curso natural del proceso económico.

El problema aparece en muy distinto aspecto si nos proponemos la tarea de adaptar la paridad del poder adquisi-

tivo interno de las monedas, con el tipo de cambio que se desea mantener, y si con este fin ajustamos convenientemente el poder de compra interno de cada moneda fiduciaria. Tal ajuste es siempre posible de obtener por una adecuada política bancaria, y debe por fuerza obtenerse si ha de conseguirse alguna vez la estabilidad en los cambios internacionales.

Antes de la guerra existía una acentuada estabilidad en los tipos de cambio entre la libra y el dólar, porque cada moneda había fijado definitivamente su poder adquisitivo en su país. Si hemos de restablecer el tipo antiguo de cambio, debemos restaurar la relación entre el poder interno de compra de las dos monedas. Considerado en términos absolutos este poder de compra, puede, ciertamente, ser menor que el anterior, siempre que se reduzca en igual proporción, en ambos países. Si, por ejemplo, el nivel de precios en Inglaterra y Estados Unidos pudiera ahora estabilizarse en la cifra de 165, entonces el antiguo tipo de cambio entre la libra y el dólar podría ser restablecido y sostenido. Esto puede también obtenerse en otro nivel común. Pero es más conveniente elegir el nivel de precio que puede más fácil y pronto obtenerse por ambos lados.

Sin embargo, la creación de un centro de estabilidad como aquí se propone, asume un importante aspecto cuando se considera que por ese medio se obtendrá la estabilidad del valor del oro. Para permitir al mundo volver al régimen a oro,—o, más bien, para hacer posible que el mundo reciba algún beneficio de ello,—es esencial que el poder adquisitivo del oro en relación con productos y servicios sea estabilizado. Con tan sin precedentes fluctuaciones en el valor del oro, como hemos presenciado durante los últimos años,—la vuelta al régimen metálico sería difícil y en caso de ser posible resultaría peligroso. El valor del oro ha sido finalmente fijado por el del dólar. Si ahora fuera determi-

nado por el del dólar y la libra, entonces se obtendría ya un mayor grado de estabilidad.

El mantener un valor fijo para el oro es problema de muy grande significación. Es cierto que es un valor resultante de la oferta y la demanda, como los otros; pero sería erróneo deducir de ello que no podemos ejercer ninguna influencia sobre el valor del oro. La oferta, en conjunto, puede decirse que depende de los *stocks* acumulados en el mundo, y de la producción anual, la que a su turno es en cierto grado afectada por el poder de compra del oro, pero, en general, depende de las condiciones naturales. Por otra parte, podemos ejercer gran influencia en la demanda de oro, —es decir,—en la demanda monetaria.

Como el uso del oro en moneda está hoy en general suspendido, esta demanda monetaria depende casi exclusivamente de la que hacen los bancos emisores para sus garantías de billetes. Una restricción de esa demanda es posible como programa racional de política bancaria. La gran demanda que los bancos de la Reserva Federal de los Estados Unidos hicieron en los últimos años, significa un aumento en el valor del oro, lo cual, como hemos visto, resultó ser una de las causas principales de las dificultades surgidas para restablecer el régimen a oro.

Si para el porvenir se desea mantener cierta fijeza en el valor del oro, los bancos centrales deberán cooperar en el sentido de una prudente limitación de las demandas de oro para sus reservas. Estas no deben ser ni muy escasas ni muy grandes; adaptadas constantemente a la situación del mercado, de manera que no se produzcan alteraciones en el valor del oro. El verdadero objeto de las reservas de oro debe ser principalmente la estabilización del mercado mundial del oro que por ese medio puede obtenerse.

La estabilización del valor del oro requiere una cooperación entre los Estados Unidos,—como el poseedor del mayor *stock* mundial,—e Inglaterra, como el antiguo centro del mercado libre del oro y del sistema internacional de pagos y que controla en el mundo la mayor producción del metal.

Vendría con ello la paridad entre el dólar y la libra como primer objetivo práctico.

Para otros países en condiciones de cambio favorables, esta política les ofrece facilidades de recuperar su régimen a oro. En casos como Suecia, Holanda y Suiza, puede volverse a la paridad antigua. En todos los casos, la restauración del *standard* oro dependerá de mantener inalterable el nivel interno de los precios.

Si este nivel puede mantenerse a la altura del anglo-americano, el antiguo tipo de cambio contra la libra y el dólar se podrá restablecer. Pero si el futuro nivel de precios a estabilizar es, por ejemplo, el doble más alto que el anglo-americano, el nuevo *standard* oro debe contentarse con ser la mitad del antiguo.

Esta idea de rebajar la antigua paridad ha sido hasta ahora muy combatida. Pero sería un verdadero desastre en sus consecuencias, el hecho de que una nación, por falsos motivos de aspiraciones imposibles, se empeñara en no dar el paso decisivo para restablecer la estabilidad de la situación de los cambios, con un simple reconocimiento de los hechos presentes.

Es evidente que esas ideas de volver a la vieja unidad cuando todo se opone a ello, constituyen un obstáculo con el que hay que contar. En el Congreso realizado por la Cámara Internacional de Comercio en Londres en el verano de 1921, yo expresé una advertencia contra los peligros de

la política desinflacionista que se seguía con el fin de subir el valor de la moneda hasta obtener en el porvenir la antigua par. Era evidente que la noción de estos peligros era ampliamente compartida por la mayoría de los miembros del Congreso. Pero el hecho es que ninguno de los delegados estaba dispuesto a admitir en público que su país debía reducir la paridad de su moneda con el oro, aún cuanto esto fuera francamente reconocido como natural y lógico por personas altamente colocadas en la banca y en la política económica.

En esto, como en tantas otras cosas políticas de la época posterior a la guerra, la opinión pública se siente halagada de que la guíen con ilusiones y frases. Pero ya es tiempo avanzado de empezar a ver las cosas desapasionadamente atendiendo sólo a las realidades con que tenemos que proceder.

En el caso de esos países en los cuales el valor de la unidad monetaria ha bajado ya una o dos veces del valor anterior a la guerra y donde las finanzas del Estado están todavía basadas en la inflación, el problema de estabilizar la moneda es difícil. Las recomendaciones respecto a reducir los gastos públicos y establecer el equilibrio entre los compromisos y los recursos, son tan fáciles de decir como difíciles de ejecutar. La experiencia de los últimos pocos años demuestra que un país que se ha iniciado en el camino de la inflación, se ve en dificultad para detenerse, y que la inflación y los gastos del Estado tienen una pronunciada tendencia a expandirse en conjunto, de tal modo que la situación se hace más y más seria.

Los procedimientos a adoptar en casos como los que aquí referimos, están, en lo principal, fuera del alcance de una discusión que debe ser confinada a los límites de un problema puramente monetario. La primera condición, desde luego, es restablecer una verdadera paz; la cancelación de las

deudas internacionales de guerra, o la reducción de las mismas, al mismo tiempo que un respiro para el pago, que permita al deudor desenvolverse y arreglar su situación económica y su sistema monetario. En tanto que esta primaria condición no se cumpla, los Estados europeos se verán casi obligados a continuar en la inflación y así caer cada vez a mayor profundidad en el desastre financiero. Ese deterioro constante en los sistemas monetarios de un grupo de Estados, es,—según la experiencia lo ha revelado,—un motivo de serios perjuicios para todos los países vecinos, y lo mismo para el mundo entero. El comercio internacional está expuesto a perturbaciones de la naturaleza más violenta e incalculable, mientras toda la organización industrial de los países está sujeta a crisis, que implican enormes pérdidas económicas y arrojan miles y millones de trabajadores en la desocupación.

Políticos y financistas hablan de que es una crisis que, como todas en el pasado, llegará, tarde o temprano, a dar la vuelta. Pero si el presente estado de cosas es, ante todo, debido a la adopción de métodos erróneos, entonces no hay motivos para esperar ningún mejoramiento en la situación hasta que el procedimiento no sea invertido. Esta es la primera condición para discutir sobre el futuro económico de Europa si se ha de servir algún propósito positivo.

Suponiendo que esta condición hubiera sido llenada, todavía quedaría el poner en orden las finanzas de los países de mala moneda. En la mayoría de los casos dichos países se hallan incapacitados de arreglar su situación financiera con sus propios esfuerzos. Sería tal vez necesario considerarlos hasta cierto punto como dependencias coloniales, en las cuales, los capitales extranjeros, bajo administración

extranjera, contribuyen a restablecer el sistema de comunicaciones y estimulan la explotación de los recursos naturales, conforme con métodos convenientes. Es importante que los países arruinados comprendan esta necesidad y procedan en concordancia con las exigencias reales.

Con un nuevo plan de administración bien cimentado sería posible detener la inflación y, sobre las ruinas del viejo sistema monetario, crear otro nuevo y estable en el cual la unidad podría tal vez fijarse en relación de 10 o de 100 de las unidades anteriores, o en la proporción más próxima a la realidad. También es posible que la antigua moneda tuviera que ser totalmente abandonada. Si se ha depreciado en tal grado que toda confianza ha sido perdida, y no puede decirse que existan precios fijos, entonces ningún propósito se sirve con mantener el sistema. La dificultad con relación a los créditos antiguos desaparece, porque han quedado, de hecho, sin valor. En tales circunstancias hay que construir nuevos cimientos sin relación con lo anterior. Pero es posible que un país en tales condiciones no sea capaz de crear un nuevo sistema monetario sin ayuda de otros países. En este caso el apoyo exterior también se impone. Parece que lo natural sería introducir moneda extranjera en esos países arruinados. Ese movimiento ha empezado automáticamente en los países a que nos referimos, haciéndose las transacciones en moneda extranjera (1).

Tal es el problema en sus líneas generales, en cuanto a estabilización. Sólo nos resta discutir algunos puntos más detalladamente. Me referiré a lo que ya dije en mi segundo memorándum a la Liga de las Naciones.

---

(1) Tal fué la situación en el Uruguay después de la liquidación del Banco Nacional. El comercio se hacía con monedas de oro de distintos países del mundo hasta que se creó el Banco de la República en 1896. (*Nota del Traductor*).

Lo que provocó más oposición en mis recomendaciones fué la idea de determinar de antemano para cada país un cierto nivel de precios que se consideraría normal y en lo posible se mantendría inalterado. Se dijo que ese ideal sería utópico, y que, en todo caso, la emisión bancaria no tiene medios de acción en tal sentido. Este argumento puede contestarse diciendo que se trata de un ideal semejante al de los que urgen por una retroversión a los precios anteriores a la guerra; como también por los que, al pedir el restablecimiento del *standard* oro, piden en realidad un nivel de precios igual al de Estados Unidos. Merece también señalarse el hecho de que un país cuya aspiración sea elevar el valor de su papel moneda actual a la par con el oro, desea en realidad arribar a un estable nivel de precios. Sólo ese dominio sobre el nivel de precios puede garantir la paridad con el oro.

La paridad del oro requiere cierto nivel fijo de precios. Si ese nivel se desvía considerablemente del nivel normal, ningún poder del mundo puede mantener la par del oro. Que el país, por ejemplo, mediante una generosa política del crédito, haga subir ese nivel considerablemente sobre el nivel normal y entonces el oro se va del país, y si ese hecho no hace rectificar la política del crédito, no hay monto de reservas de oro en el mundo que sea suficiente para mantener en el país el *standard* oro (1).

Sólo la falta de una noción clara respecto al carácter esencial de un *standard* oro puede inducir al público a creer que

---

(1) Nuestros fenómenos bancarios del año 1912-13 que hicieron crisis en la famosa « circular » del Banco de la República son buena prueba de estas verdades. Nada detenía el oro en las cajas del Banco mientras la suba de precios y la especulación en todo daba la sensación exterior de una gran prosperidad. Restringido el crédito y reducida la emisión a la mitad (de 26 a 13 millones) el año 1914, en el primer semestre y no obstante la gran crisis el encaje oro de seis millones se elevó a 11. *(Nota del Traductor).*

no es necesario regular el nivel de precios donde exista un patrón oro. Tal vez no se percibe directamente porque la necesidad de hacer pagos en oro impulsa a seguir tal política del crédito que tenderá constantemente a mantener el nivel de precios en conformidad con el nivel normal. Si un país no tiene *standard* oro y desea adoptarlo, el único medio es fijar el nivel de precios. Su invariabilidad es lo único que puede hacer posible un tipo de cambio prácticamente invariable respecto de países que poseen régimen a oro.

Se han expresado dudas sobre la posibilidad de establecer oficialmente el nivel de cambios que un país se propondría estabilizar. Es lo mismo que cuando se ha dicho que el nivel de precios de 1914 es el ideal a que debemos ir. Es también lo mismo que ha hecho todo país antes de ahora, cuando ha querido volver al *standard* oro: ha fijado de antemano un nivel de precios en conformidad con el nivel mundial. Si la idea no se ha expresado en cada caso especialmente, ella ha estado implícita en los términos del proyecto de ley en el que se ha establecido la transición hacia un *standard* oro (1).

Es muy importante en el caso de un país que se propone una política desinflacionista, establecer de antemano los límites hacia donde va y el objeto que se propone. Una desinflación *ad infinitum* sería sin sentido y evidentemente desastrosa. Es imposible que la vida industrial recobre la con-

---

(1) Véase el caso argentino en mi 2.ª conferencia; la baja continua del oro en las cotizaciones arruinaba a la industria por la correlativa movilidad de precios: el clamor por que se fijara un tipo a la conversión por oro, para estabilizar el cambio, no significaba en la faz económica otra cosa que fijar el nivel normal de los precios, que es lo demostrado por el profesor Cassel. (*Nota del Traductor*).

fianza necesaria si no se declara definidamente que no hay la intención de bajar los precios más allá de cierto límite.

De varias declaraciones hechas por banqueros en la prensa y por las revistas financieras, particularmente en Inglaterra, he visto que mis recomendaciones han sido consideradas como en oposición a la idea de volver al *standard* oro. Se dice que éste es el ideal y que Inglaterra no será inducida a abandonar su objeto,—el restaurar su *gold standard*, —por especulaciones sobre fijación de poder adquisitivo a la moneda fiduciaria. No existe tal contradicción. El retorno al patrón oro es imposible sin fijar cierta estabilidad en el poder de compra de los billetes mismos.

Lo que hace el problema ahora más difícil y vasto de lo que lo fué antes, es que ahora hay que obtener un cierto grado de estabilidad en el valor del oro mismo, antes que una transición al patrón oro sea posible o deseable. En primer lugar, esto presupone una estabilización, en cierto número índice, del nivel de precios en los Estados Unidos. Con respecto a Inglaterra implica la estabilización del nivel de precios al mismo índice de los Estados Unidos. La misma naturaleza del problema indica la conveniencia de una cooperación entre Inglaterra y Estados Unidos. Si el público cree que esto se halla fuera de lo posible, entonces, debe decir por qué medios imagina que es posible restaurar el régimen a oro en Inglaterra. En el caso de otros países el problema también exige en primer término elegir el nivel de precios que se quiere mantener y luego una política fianaciera y bancaria realmente capaz de dar estabilidad a ese nivel de precios. La paridad del papel moneda con el oro, será determinada por el nivel de precios así fijado.

Por otra parte, una estabilización de las condiciones mundiales de los cambios, no puede obtenerse como el público supone separadamente por los países que ahora, al mismo tiempo, intentan estabilizar sus cambios. La estabili-

zación del valor interno de la moneda es previa. En esto cada país puede tener su punto de vista. Pero será imposible gobernar el tipo de cambio sobre otro país, mientras él no haya estabilizado el valor interno de su moneda. Es, pues, necesaria una cooperación internacional.

Además, es esencial que el pueblo comprenda que el estabilizar el nivel de precios impide todo esfuerzo ulterior para reducirlos. Es muy curioso que estemos todavía lejos de conocer esta verdad. Vemos con frecuencia mencionar que una gradual reducción de precios es el objeto de una política monetaria que al mismo tiempo tienda a estabilizar el nivel de precios. Cuando un país se ha resuelto a estabilizar su nivel de precios debe abandonar la idea de una baja como un ideal en sí mismo y debe renunciar en absoluto a la idea de que el nivel de precios de 1914 quede de ningún modo de nivel de precios normal en el futuro. Esto significa completa disidencia con el argumento expresado en la propuesta del Comité Cunliffe de que para la circulación de billetes sin cobertura metálica el promedio del año anterior debía tomarse como el máximum para el año siguiente.

No me preocupa tanto ese punto como la muy difundida idea de qué es lo que se debe buscar para el futuro en lo relativo al nivel de precios, según lo que resulta de la proposición mencionada. Cuando un país ha resuelto considerar como normal cierto nivel de precios, esta resolución no debe ser alterada la primera vez que suceda una baja en el nivel de precios ni tampoco se intentará que esa baja sea fijada como nuevo nivel normal. Es, pues, una condición de la política de estabilización, que una baja del nivel normal debe ser contrarrestada. Pero los cambios de condiciones,

con su acompañamiento de fluctuación en el nivel, no pueden nunca evitarse en absoluto. Habrá siempre momentos en que los precios caerán abajo de lo normal y es cuando la política bancaria deberá tender a levantarlos. Cuanto más pronto se obtenga esto, tanto mejor. La más seria deficiencia en política bancaria en todos los países el año pasado parece haber sido que las medidas necesarias se tomaron demasiado tarde. Cuando los precios ya muestran una marcada tendencia a subir, entonces es tiempo de oponer una política bancaria restrictiva. Debo agregar que la acción de subir los precios puede sólo ser una obra de la administración bancaria. Sería excesivamente peligroso que las autoridades del Estado aprovecharan la oportunidad para lanzar proyectos tendientes a financiar gastos públicos por medio de la inflación.

Mi indicación respecto a que la política bancaria debe adaptarse tan pronto a aumentar como a bajar los precios en su nivel, parece haber causado sorpresa en algunos círculos. Sin embargo, no hay nada nuevo en esta idea. Aún bajo normales condiciones una política bancaria sensata debe seguirse en ese sentido. La diferencia está en que ahora las fluctuaciones del nivel de precios son mucho más violentas y cada país tiene que considerar independientemente cuál es el nivel de precios que le conviene estabilizar, mientras en las condiciones normales esta cuestión sería determinada por el poder de compra del oro.

En las discusiones suscitadas por mi segundo memorándum a la Liga de las Naciones, se planteó la cuestión de si es posible detener una inflación sin provocar al mismo tiempo una desinflación. La duda tiene razón de surgir. Las medidas que deben adoptarse para detener una seria infla-

ción pueden ser de tal efecto, que produzcan reacciones económicas seguidas de una desinflación más o menos violenta. Esa es la razón por la cual es tan difícil ahora fijar un nivel de precios. La estabilización sólo se puede obtener gradualmente. Para vencer los obstáculos la administración bancaria, al combatir las subas del nivel de precios, debe estar preparada a medidas que contrarresten una baja si la tendencia se manifiesta.

La política de estabilización del nivel de precios no debe limitarse a la acción sobre un grupo determinado, como por ejemplo, los precios mayoristas. Debe alcanzar a todos y aún a los salarios. En condiciones normales la natural formación de los precios tiende siempre a formar cierto equilibrio económico entre los distintos grupos de precios. Una condición fundamental para este equilibrio, es la de que los "precios de producir" correspondan al costo de producción,—esto es,—la suma total de los precios que se debe pagar para producir el artículo. Esta condición parece que está lejos de cumplirse actualmente en muchos países. Durante 1921, los precios mayoristas bajaron, en un número de casos, en tal proporción, que llegaron a un nivel muy abajo del costo de producción. En tales casos, un ajuste es necesario, ya sea subiendo el precio del producto o reduciendo salarios y otros costos de producción.

Si al elegir el nivel de precios que se desea fijar en un plan de estabilización monetaria, se ve que para ello es necesario reducir los salarios, debe considerarse seriamente esa contingencia antes de adoptar una resolución. Los políticos suelen despreocuparse de esta inevitable conexión de ideas. Cuando es inoportuno hablar de reducción de salarios se evita la cuestión. Y el pueblo está de todos modos dispuesto a que se tomen medidas para mejorar la moneda nacional. Es fútil jugar a las escondidas. Ahora es de primordial necesidad para todas las naciones y clases, saber

mirar la realidad frente a frente. No hay medios ningunos para justificar la idea de que los salarios pueden mantenerse a un nivel relativamente más alto que el precio de las mercaderías. Esto significaría que la productividad del trabajo habría aumentado a través de los disturbios sufridos desde 1914. Es una teoría absurda.

Nos resta agregar algunas observaciones sobre la actual transición al régimen a oro. La restauración y sostenimiento de un *standard* oro, depende de ciertas condiciones, cuyo relativo orden e importancia debemos definir claramente. La condición fundamental, es que el poder de compra de la moneda fiduciaria se mantenga al nivel del poder adquisitivo del oro. En segundo lugar viene la conversión de los billetes por oro. Sólo el tercero en orden de importancia, como una garantía de que esa conversión sea practicable, viene la necesidad de cierta reserva de oro en cobertura de los billetes.

Hay una disposición singular, especialmente en los bancos centrales, a invertir este orden de prioridad y hacer considerar como principal punto el mantenimiento de cierta suma de reservas de oro. El hecho ha sido puesto en evidencia en todas partes donde los bancos centrales se han resistido a convertir sus billetes, no por falta de oro, sino porque el monto de sus reservas bajaría de cierta línea. De acuerdo con este irracional concepto se cree que sólo es posible pavimentar la vía de retorno a la conversión y al régimen oro, acumulando tan grandes sumas de oro como sea posible en las cajas de los bancos centrales, y mientras la atención está absorbida por consideraciones secundarias de esta índole, el punto esencial, — o sea la estabilización del poder adquisitivo interno de la moneda fiduciaria en una cierta relación fija con la del oro,—es completamente perdido de vista. En realidad el público va hasta declarar que

la solución de este problema está fuera del alcance de los bancos centrales y que no tienen medios de hacer nada al efecto.

Hay actualmente, además, la dificultad de fijar el propio valor del oro. Para ello cierta restricción en la demanda es necesaria. Pero si los bancos centrales se ponen en competencia de esfuerzos por acumular oro, el resultado es elevar su valor en condiciones incompatibles con la mundial necesidad de su fijeza. Toda tentativa de restablecer la circulación del oro tendría el mismo efecto y hay que advertir constantemente este peligro contra los esfuerzos que se hagan en tal sentido.

Como un argumento contra lo que he dicho respecto al peligro de una excesiva demanda de oro, se ha observado que la mayor parte de los países está tan pobre que no podría adquirir oro, y, luego, no hay tal peligro, o él no es grande. Sin embargo, ante la enorme suba en el valor del oro que ocurrió desde la primavera de 1920 a la de 1921, no es cosa de juzgar el peligro tan remoto. Uno de los principales factores causantes de esa suba en el valor del oro, fué el acaparamiento por los bancos del sistema de Reserva Federal en los Estados Unidos, y ese hecho coincidió con una seria depresión económica en ese país.

Es muy importante para la restauración del *standard* oro, que el valor del metal no sea ahora innecesariamente aumentado. Y es igualmente obvio que, con tal objeto, se necesita restringir la demanda de oro por parte de los países pertenecientes a la civilización occidental. Se trata simplemente de ver si se mantiene firme el actual valor del oro, que, no obstante la suba últimamente experimentada, es todavía bastante más bajo que antes de la guerra. Durante el año pasado Asia no pudo comprar mucho oro, pero esa situación puede cambiar y entonces los países occidentales tienen que ver si pueden atender las demandas de oro del

Este, reduciendo sus propias necesidades monetarias, o si hallan medio de aminorar los pedidos de oro.

En cada país debe observarse el orden dado aquí para las condiciones en las cuales se puede restablecer el *standard* oro. Es ante todo cuestión de armonizar el nivel de precios con el *standard* oro que se ha de introducir. Se ha dicho con frecuencia que lo primero es la conversión; pero esto es absurdo. Si el nivel de precios es mucho más alto de lo que asegura la paridad del oro, entonces no hay monto de reservas que basten para las demandas que se presentarán en seguida. Y si se hiciera la conversión realmente efectiva, el resultado sería que sólo unas pocas personas se apoderarían de las reservas de oro del país y obtendrían con ello gran provecho. El país no se acercaría, pues, por ese medio al objeto que se propone. Los que proponen una política de esta naturaleza imaginan que la desaparición del oro sería el más seguro medio de obligar a los bancos a reducir la circulación de billetes y reducir el nivel de precios. El resultado no sería razonable.

Como lo expliqué extensamente en el 2.° Memorándum, es muy difícil para un pequeño país europeo por sí solo reasumir la conversión de sus billetes por oro. Con las presentes fluctuaciones enormes de los cambios el esfuerzo sería ímprobo. La conversión tendría que ser restablecida en un número de países simultáneamente, y es prácticamente inevitable que Inglaterra fuera a la cabeza. A fin de permitir a un país atender la demanda de oro que podría ocurrir en el caso de restablecer el *standard* oro, una considerable reserva de energías económicas se requiere. Sólo cuando Londres sea un mercado libre preparado para acceder a la primera demanda y a todas, será posible a los pequeños paí-

ses afrontar la conversión incondicional de sus billetes por oro.

Contra esto podría objetarse que un país puede siempre convertir sus notas por oro, mientras tenga metal para ello, y que la pérdida de las reservas de oro no representa una pérdida económica para el país. La única respuesta posible es la de que con esto no se obtiene ninguna seguridad de sostener el *standard* oro. La idea de reasumir hoy la conversión aún cuando más tarde nos veamos compelidos a suspenderla, no es un recomendable procedimiento calculado para sugerir esa confianza que en estos momentos es lo más urgentemente requerido. Por otra parte, es razonable que esos países que quieren un régimen a oro deben hasta cierto punto responsabilizarse en conjunto respecto de cómo han de cumplir con los pedidos eventuales de oro. Si alguno de ellos cierra sus reservas de oro a los pedidos, el único resultado es el de que las demandas se arrojarán con más fuerza sobre el resto del metálico.

La conservación efectiva de un *standard* oro, requiere, además, no sólo que el oro se rinda ante los billetes del país, sino también que el país esté preparado a aceptar sin restricción el oro a un precio fijo. Solamente cuando el oro sea así constantemente aceptado en un número de países, se puede tener cierta seguridad en el valor estable del oro. De modo que todos los países que se pongan a oro, son responsables de mantener un libre mercado del mismo en todo tiempo. Todos los que declaren su deseo de volver al régimen oro deben reconocer este deber. Pero esto fué justamente lo que el Banco de Suecia trató de hacer cuando, en febrero de 1922, bajo la presión de una transitoria baja en el cambio del dólar, reclamó una excepción continua de su compromiso de comprar oro a un precio fijo.

Desde el punto de vista que discutimos, esta política debe ser considerada, pero también es inconveniente bajo

otros aspectos. En el caso de todo país europeo, la situación del mercado podría evolucionar en tal sentido que el oro resultara atraído hacia allí y sería simplemente una ventaja que las reservas se reforzaran en esa forma. Bien podrá después llegar un día en que el país necesite esas reservas y mucho más para convertir sus billetes. En los primeros años un país que posea régimen a oro tendrá que prepararse para más violentas fluctuaciones en sus reservas de oro que antes de la guerra, y debe saberse que la insistencia en volver a las antiguas reglas para las reservas de oro, no será compatible con una racional política monetaria. La estabilidad requerida en el valor del oro sólo puede obtenerse si los bancos centrales en los países que han vuelto al régimen a oro, están preparados sin ninguna restricción a recibir y dar oro conforme a la requisición del mercado. Esa política a la larga restablecerá la estabilización del mercado del oro, y, desde luego, causará una limitación de las reservas de oro a proporciones más normales; en tanto que toda tentativa de obstruir los movimientos del oro reaccionaría contra la firmeza del mercado.

Ultimamente la idea de un "tipo de cambio oro" se ha lanzado en la discusión. Si con esto se entiende que los países europeos irían a un *standard* oro sin introducir, con ese fin, monedas de oro en la circulación, entonces esa idea está completamente de acuerdo con la opinión expresada por mí cuando expuse una advertencia contra la intención de volver actualmente hacia una circulación de oro que haría grandes demandas contra los depósitos existentes en los bancos. Como lo he dicho con frecuencia, el elemento más esencial en un régimen a oro, es que el oro tenga un precio fijo en la moneda fiduciaria,—es decir,—que se venda y se compre a precios que se desvían apenas de la par

establecida. Para mantener tal régimen a oro puede tal vez ser conveniente una reserva de oro. Pero un justo equilibrio en la estabilidad de un papel efectivamente a oro,—como el dólar,—puede en la mayoría de los casos llenar el mismo objeto. La idea, pues, de que un tipo de cambio a oro necesitaría una nueva distribución de los *stocks* mundiales de oro,—en cuyo caso los Estados Unidos tendrían que contribuir con sus excedentes de metálico,—no se justifica.

El punto principal para los países europeos, es que el poder adquisitivo del papel se mantenga en una relación fija con el del dólar. Ninguna suma de oro en reserva puede hacer superflua aquella condición. Y si esta condición se cumple estrictamente, bastará con una moderada reserva de oro. Una política inteligente de estabilización es indispensable para que el mundo se vea libre de la supersticiosa idea de que una reserva de oro es capaz de dar a los billetes de banco un valor que ellos no tengan ya en relación con la cantidad de emisión circulante.

Hay muchas personas que, contra todo proyecto,—aún el más racionalmente concebido, — para restaurar las condiciones normales de los cambios, hacen la objeción de que es inútil introducir remedios artificiales; que se debe dejar correr el tiempo y confiar en que el desarrollo natural de los fenómenos es lo único que ha de reparar los perjuicios causados. Demuestran poca inteligencia las personas que así argumentan. Cualquiera que estudie bien el problema de los cambios, pronto descubrirá que es prácticamente imposible, ya sea para los Gobiernos o los Directorios de los bancos centrales, el evitar ejercer alguna influencia en el sistema monetario del mundo. En uno u otro sentido la política que se ejerza afectará el desarrollo de los fenómenos. ¿Hay en realidad alguna razón para llamar a esto último "influencia natural", cuando obedece a inspiracio-

nes erróneas o nocivas, y considerarla "artificial" cuando sea un eslabón en la cadena de un sistemático propósito de obtener una solución racional del problema monetario? Toda civilización representa un poderoso esfuerzo del hombre para vencer dificultades, en vez de abandonarse pasivamente a ser arrastrado por ellas. En el momento actual, el porvenir de la civilización descansa en no pequeño grado sobre esta aspiración céntrica a poder reivindicar su dominio en la esfera monetaria.

FIN

ÍNDICE

ÍNDICE

Págs.

Prólogo 5

EL PROBLEMA MONETARIO Y EL SECRETO DE LOS CAMBIOS, SEGUN LA DOCTRINA DEL PROF. GUSTAVO CASSEL.

(1.ª conferencia)

La personalidad del Prof. Cassel 11
La ciencia económica vindicada. 11
Tres grandes problemas: moneda, precios y cambios. . . . 13
La teoría cuantitativa 15
La inflación 16
Los especuladores 17
La escasez y el encarecimiento. 17
El aumento de precios. 18
La crisis de desinflación 19
La influencia del descuento bancario 20
La desinflación y los cambios 22
El ejemplo de Estados Unidos e Inglaterra. 24
La actuación del oro después de la guerra. 25
El dilema de los países neutrales. 28
Relación entre el oro y el papel inconvertible 30
La moneda y los precios 31
Cuándo el papel vale más que el oro. 32
El oro puede desvalorizar el papel inflando la emisión . . 33
La revolución de los cambios 34
La nueva par de los cambios. 37
Teorema de la paridad del cambio 38
Las fórmulas de normalización 39
La estabilización monetaria 40

LA MONEDA Y LOS CAMBIOS EN LA ARGENTINA Y EN EL URUGUAY

(2.ª conferencia)

	Págs.
La inflación moderna y la antigua	43
Los precedentes argentinos	45
La ley positiva y la ley económica	46
Concepto equívoco de la garantía de oro	47
Precedentes en pro de la estabilización	48
Las crisis de desinflación	50
El problema ganadero y la moneda	51
Las emisiones argentinas	52
Las emisiones uruguayas y los cambios	55
Ejemplos del cambio sobre Londres	59
Déficit del Presupuesto como factor de inflación	62
La vuelta al régimen a oro	64
La conversión y sus efectos inmediatos	67
El caso en el Uruguay	74

LAS MONEDAS Y LOS CAMBIOS INTERNACIONALES DESPUES DE 1914.

Resumen de la doctrina del Prof. Gustavo Cassel

La abolición del patrón oro	79
La creación de artificial poder adquisitivo	83
La suba de los precios	87
El aumento del volumen en los medios de pago	93
Expresión aritmética del aumento de circulación y de la suba de precios	97
La escasez de mercaderías y su influencia en la suba de precios	102
El efecto de la inflación en el oro	106
La exclusión del oro	115
La política del descuento y su eficiencia como reguladora del **standard** monetario	121
Las tasas de cambio	150

Págs.

Desviaciones de la paridad del poder de compra 160
Errores populares 174
Relación con las primeras teorías sobre los cambios . . . 180
La inflación después de la guerra 188
Programas de reformas 195
La acción y los efectos de la desinflación 215
La lentitud con que se reduce la circulación 225
El problema de la estabilización 236

OBRAS DEL MISMO AUTOR

Aduanas de Fronteras — 1905.
Receptorías Fluviales y Marítimas — 1907.
Tarifas de Aduana y Tratados de Comercio — 1908.
Accidentes del Trabajo — 1909.
Proyecto de Tarifas de Aduana — 1910.
Tarifas de Aduana - Fundamentos de las modificaciones propuestas en el proyecto anterior.
La Protección Industrial y la jornada de 8 horas.
La jornada de 8 horas (2 folletos) — 1911.
La Enseñanza Industrial — 1912.
Las Cajas Populares (1 folleto).
El Capital del Banco de la República (1 folleto).
El Impuesto Territorial en Montevideo — Exención de tributo a las mejoras — 1914.
Reforma del Impuesto Territorial en campaña — 1915.
The Post War Organization of Labour in the United Kindom — London 1917.
La Conversión y los Problemas del Crédito — 1919.
La Teoría del Precio impuesto — 1922.
Banco de Colonización e Industrias.

MAXIMINO GARCIA, Editor

OBRAS NACIONALES QUE NO DEBEN FALTAR EN NINGUNA BIBLIOTECA

ELZEAR S. GIUFFRA. — Geografía del Uruguay. (Descripción topográfica y vocabulario de la nomenclatura del país; aborda con lujo de detalles e infinidad de grabados el estudio del Suelo Nacional). . $ 2.50

ALBERTO ZUM FELDE. — Proceso histórico del Uruguay; esquema de una Sociología Nacional. (Para ampliar el curso de Historia). . . . . » 1.50

— — Crítica de la Literatura Uruguaya. (Abarca desde la fundación de la Nacionalidad hasta nuestros días). . . . . » 2.—

ALFREDO SAMONATI. — Industrias. Vida y Acción. (Obra de utilidad práctica). . . . . » 4.50

EMILIO FRUGONI. — Los Nuevos Fundamentos. (Discursos pronunciados en la Asamblea Constituyente) . . . . . » 0.60

— — Poemas Montevideanos . . . . . » 1.—

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN LOCALES. — Ley Orgánica. Mensaje y Proyecto del Poder Ejecutivo . » 0.35

Antología de la Poesía Gauchesca. — (El Fausto, Martín Fierro y Santos Vega). (1 vol.) . . . . . » 0.75

J. C. QUINTEROS. — Temas de Economía y Finanzas. » 2.50

FRANCISCO J. ROS. — Pleito Pocitos. (Su historia y el dictamen profesional que, a pedido de los propietarios demandados, ha producido el autor) . . . . » 1.50

JOSÉ ANTONIO MORA. — Deberes de los funcionarios . . . . . » 0.25

UNIVERSITY OF N.C. AT CHAPEL HILL
000001842688